



Sede sociale in Jolanda di Savoia (Ferrara), via Cavicchini, 2  
Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Ferrara 08677760962  
Capitale sociale sottoscritto e versato pari a Euro 152.692.456,00

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI B.F. S.P.A. SUL SECONDO PUNTO ALL'ORDINE DEL GIORNO DELL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI B.F. S.P.A., IN SEDE STRAORDINARIA, CONVOCATA PER IL GIORNO 20 DICEMBRE 2019 IN UNICA CONVOCAZIONE**

PREDISPOSTA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, DELL'ARTICOLO 70 DEL REGOLAMENTO ADOTTATO DALLA CONSOB CON DELIBERA NUMERO 11971 DEL 14 MAGGIO 1999 E IN CONFORMITÀ ALL'ALLEGATO 3A, SCHEMI NUMERI 2 E 3, AL PREDETTO REGOLAMENTO, NONCHÉ AI SENSI DELL'ARTICOLO 125-TER DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, NUMERO 58, IN RELAZIONE ALL'OPERAZIONE DI AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE A PAGAMENTO DI B.F. S.P.A., CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO, DEL CODICE CIVILE, DA LIBERARSI MEDIANTE IL CONFERIMENTO, DA PARTE DI SOCIETÀ AGRICOLA TENUTA IL CICALINO S.R.L. E IN FAVORE DI B.F. S.P.A., DELLA PARTECIPAZIONE RAPPRESENTATIVA DELL'INTERO CAPITALE SOCIALE DI CICALINO GREEN SOC. AGRICOLA S.R.L.

13 novembre 2019

## INDICE

I.	PREMESSA .....	3
II.	DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA .....	3
II.1	Illustrazione dell'operazione.....	3
II.2	Motivazioni dell'operazione.....	9
II.3	Riflessi attesi sui programmi gestionali della Società.....	9
III.	VALORE ATTRIBUITO ALLA PARTECIPAZIONE NEWCO OGGETTO DEL CONFERIMENTO BF CONTENUTO NELLA VALUTAZIONE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE <i>EX</i> ARTICOLO 2343- <i>TER</i> , SECONDO COMMA, LETTERA B), DEL CODICE CIVILE.....	10
IV.	CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO UNITARIO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI DA EMETTERSI NEL CONTESTO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA E VALUTAZIONI CIRCA LA SUA CONGRUITÀ.....	11
IV.1	Premessa.....	11
IV.2	Criteri per la determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni .....	12
IV.4	Determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni.....	19
V.	NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO, PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI.....	19
VI.	ADEMPIMENTI E TEMPISTICA .....	19
VII.	RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ.....	20
VIII.	COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ E DELL'EVENTUALE SOGGETTO CONTROLLANTE AI SENSI DELL'ARTICOLO 93 DEL TUF A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA ED EFFETTI DI TALE OPERAZIONE SUGLI EVENTUALI PATTI PARASOCIALI RILEVANTI AI SENSI DELL'ARTICOLO 122 DEL TUF AVENTI AD OGGETTO AZIONI BF .....	21
VIII.1	Compagine azionaria della Società.....	21
VIII.2	Compagine azionaria dell'eventuale soggetto controllante ai sensi dell'articolo 93 del TUF a seguito dell'Aumento di Capitale in Natura .....	23
VIII.3	Effetti dell'Aumento di Capitale in Natura sugli eventuali patti parasociali rilevanti ai sensi dell'articolo 122 del TUF aventi ad oggetto azioni BF.....	23
IX.	MODIFICAZIONI DELLO STATUTO .....	23
X.	DELIBERAZIONE PROPOSTA ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI BF, IN SEDE STRAORDINARIA .....	24

## I. PREMESSA

Signori Azionisti,

L'Assemblea di B.F. S.p.A. (“**BF**” o la “**Società**”) è stata convocata, in sede straordinaria, per il giorno 20 dicembre 2019, in unica convocazione, al fine di deliberare in merito alla proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, inscindibile, per un ammontare complessivo di Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale ed Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2020, con emissione di numero 3.921.569 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare (le “**Nuove Azioni**”), a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale ed Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo (l’“**Aumento di Capitale in Natura**”), da liberarsi mediante conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l. (la “**Conferente**”), della partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l. (rispettivamente, la “**Partecipazione NewCo**” e “**NewCo**”), società il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla Conferente (il “**Conferimento BF**”).

La presente relazione (la “**Relazione**”) illustra i termini, le condizioni e le ragioni de, nonché gli effetti attesi da, l’Aumento di Capitale in Natura e i criteri adottati per la determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni, unitamente alle conseguenti modifiche allo statuto della Società (lo “**Statuto**”).

Il Consiglio di Amministrazione di BF, nella riunione del 13 novembre 2019, ha approvato la presente Relazione che è stata, quindi, messa a disposizione del pubblico, nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile. Pertanto, essa è disponibile presso la sede sociale in Jolanda di Savoia (FE), via Cavicchini, 2, sul sito *internet* della Società, all'indirizzo “[www.bfspa.it](http://www.bfspa.it)”, sezione “*Investor Relations – Assembled*”, nonché presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato, all'indirizzo “[www.1info.it](http://www.1info.it)”.

Si precisa che la Società provvederà altresì a mettere a disposizione del pubblico, nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile, la seguente documentazione:

- (i) la relazione di stima riguardante la Partecipazione NewCo rilasciata dall'esperto indipendente, professor Andrea Nasini, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lettera b), del Codice Civile ai fini del Conferimento BF; e
- (ii) il parere di congruità del prezzo di emissione, rilasciato dalla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, numero 58 (il “**TUF**”).

## II. DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

### II.1 Illustrazione dell'operazione

L’Aumento di Capitale in Natura, da liberare mediante il Conferimento BF, rappresenta la modalità tecnica attraverso la quale BF – società *holding* a capo del gruppo BF e attiva indirettamente, per il tramite delle proprie controllate, nella coltivazione e commercializzazione di prodotti agricoli e sementi, nell'allevamento di bovini, nella produzione di materie prime agricole, nella produzione e commercializzazione di prodotti alimentari confezionati nonché nel recupero e nella valorizzazione degli immobili di proprietà – acquisirà il compendio aziendale attraverso cui la Conferente svolge le

proprie attività agricole e agrituristiche.

Le predette attività sono svolte direttamente dalla Conferente attraverso un compendio aziendale che include, *inter alia*, i seguenti beni e rapporti giuridici: (i) sei fabbricati e poderi di proprietà, siti nel comune di Massa Marittima (Grosseto) e trasformati in strutture ricettive, attraverso i quali viene svolta l'attività agrituristica secondo la logica di “*albergo diffuso*”; (ii) 308,3 ettari di terreni agricoli e boschivi di proprietà, con annessi fabbricati rustici, siti nel comune di Massa Marittima (Grosseto), attraverso i quali viene svolta l'attività agricola e, in particolare, la produzione olivicola; (iii) alcuni contratti di finanziamento; (iv) alcuni marchi registrati (connessi alla produzione di olio extra-vergine d'oliva); nonché (v) alcuni accordi commerciali per la fornitura di prodotti olivicoli alla grande distribuzione e altri relativi all'attività agrituristica (l'“**Azienda**”). Oltre a ciò, il predetto compendio aziendale comprende alcuni *asset* non strumentali allo svolgimento dell'attività agrituristica e/o agricola, privi di interesse per BF.

Ciò premesso, in data 13 novembre 2019, BF e la Conferente hanno sottoscritto – previa approvazione del Consiglio di Amministrazione di BF sulla base, *inter alia*, del favorevole parere motivato del Comitato competente in materia di operazioni con parti correlate di BF (il “**Comitato OPC**”) – un accordo quadro per disciplinare le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della prospettata operazione volta all'integrazione, all'interno del perimetro del gruppo BF, dell'Azienda, nonché la tempistica, le condizioni e le modalità di esecuzione della stessa (l'“**Accordo Quadro**”). Ai sensi dell'Accordo Quadro, in particolare, è previsto che la Conferente: (i) esegua un conferimento ai sensi dell'articolo 2465 del Codice Civile, in favore della società interamente controllata NewCo, avente ad oggetto l'Azienda, la quale dovrà essere composta dai soli beni e rapporti giuridici strumentali allo svolgimento dell'attività agrituristica e/o agricola, con conseguente *carve-out* degli *asset* non strumentali allo svolgimento dell'attività agrituristica e/o agricola e, pertanto, privi di interesse per BF (il “**Conferimento NewCo**”); e (ii) esegua il Conferimento BF a liberazione dell'Aumento di Capitale in Natura. Del pari, BF è tenuta, ai sensi dell'Accordo Quadro, a far sì che l'Assemblea degli azionisti di BF sia convocata, in sede straordinaria, per deliberare sull'Aumento di Capitale in Natura.

L'Accordo Quadro, inoltre, prevede che l'obbligazione delle parti di procedere al Conferimento BF sia subordinata al verificarsi di alcune condizioni sospensive, pattuite nell'esclusivo interesse di BF e, pertanto, rinunciabili in ogni momento, in tutto o in parte, dalla Società, tra le quali:

- (i) l'invio di comunicazioni e/o l'ottenimento delle autorizzazioni necessarie e funzionali al Conferimento NewCo e al Conferimento BF, ivi inclusi quelli inerenti i contratti di finanziamento ricompresi nel perimetro dell'Azienda;
- (ii) la consegna alla Società, da parte della Conferente, di copia della polizza assicurativa che la Conferente, ai sensi dell'Accordo Quadro, deve stipulare con una compagnia di assicurazione a copertura di tutti gli obblighi di indennizzo contrattualmente assunti dalla Conferente; e
- (iii) la liberazione di alcuni immobili, inclusi nel perimetro dell'Azienda, da una ipoteca sugli stessi gravante, concessa a garanzia di un contratto di finanziamento di cui è parte la Conferente e che resterà in capo alla stessa ad esito del Conferimento NewCo.

L'Accordo Quadro prevede, altresì, che l'obbligazione delle parti di procedere al Conferimento BF sia subordinata al mancato verificarsi delle seguenti condizioni risolutive, pattuite nell'interesse di entrambe le parti:

- (i) il mancato rilasciato, da parte della società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., di un parere di congruità senza rilievi sul prezzo di emissione delle Nuove Azioni ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 del TUF, entro i termini di pubblicazione previsti dalla normativa applicabile; e
- (ii) la mancata approvazione, da parte dell'assemblea straordinaria di BF, dell'Aumento di Capitale in Natura, entro il 29 febbraio 2020.

Ai sensi dell'Accordo Quadro, la sola condizione risolutiva *sub* punto (i) che precede è rinunciabile, per iscritto, in ogni momento e congiuntamente dalla Società e dalla Conferente.

È previsto che BF possa recedere dall'Accordo Quadro, senza pagamento di alcuna penale o indennizzo, qualora tra la data di sottoscrizione dello stesso e la data del Conferimento BF, per qualunque causa anche indipendente dalla volontà della Società, taluno degli immobili dell'Azienda fosse significativamente danneggiato in modo tale che – a giudizio della Società – NewCo non sia in grado di esercitare regolarmente l'attività dell'Azienda.

La Conferente, ai sensi dell'Accordo Quadro, ha inoltre rilasciato, in favore di BF, dichiarazioni e garanzie usuali per tale tipologia di operazione che sono state ritenute, a giudizio della Società, ragionevoli e in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla stessa. Tali dichiarazioni e garanzie ineriscono, principalmente, l'Azienda ovvero i beni, mobili e immobili, i crediti, i debiti e i contratti – ivi inclusi i contratti di finanziamento e i rapporti di lavoro – rientrati nel perimetro della stessa e quindi oggetto del Conferimento NewCo. Ai sensi dell'Accordo Quadro, la Conferente sarà, inoltre, tenuta a indennizzare BF e/o NewCo per qualsivoglia perdita, danno, costo o onere da esse subite che siano conseguenza o comunque relative alla violazione delle sopra citate dichiarazioni e garanzie rilasciate dalla Conferente. A garanzia dell'esatto adempimento di tale obbligo di indennizzo nei confronti di BF, l'Accordo Quadro prevede l'obbligo per la Conferente di sottoscrivere, entro la data del Conferimento BF, un'apposita polizza assicurativa con una compagnia di assicurazione di primario *standing* a copertura di tutti gli obblighi di indennizzo contrattualmente assunti dalla Conferente.

Sono inoltre previsti meccanismi “correttivi” per il caso in cui siano trasferite a NewCo delle attività, passività o dei rapporti che – ai sensi dell'Accordo Quadro – non dovevano essere inclusi nell'Azienda.

Ai sensi dell'Accordo Quadro, la Conferente ha assunto, nei confronti della Società, l'impegno, per un periodo di ventiquattro mesi a decorrere dalla data di assegnazione delle Nuove Azioni, a non effettuare operazioni di vendita o comunque atti di disposizione che abbiano per oggetto, direttamente o indirettamente, le Nuove Azioni. Si precisa che non sono ricompresi in tale limitazione, *inter alia*, i trasferimenti a favore di un soggetto, direttamente o indirettamente, controllante la, controllato da o soggetto a comune controllo con, la Conferente ovvero a una società o ente controllato, direttamente o indirettamente, dal soggetto controllante la Conferente, ove per controllo si fa riferimento alla nozione di cui all'articolo 2359, comma 1, numeri 1, 2 e 3, del Codice Civile.

Alla luce di tutto quanto sopra illustrato, BF, tramite l'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e la liberazione dello stesso mediante il Conferimento BF, acquisirà la Partecipazione NewCo e, quindi, indirettamente l'Azienda alla stessa facente capo e di interesse per la Società. Il Consiglio di Amministrazione di BF ha ritenuto che il Conferimento BF rappresentasse la modalità preferibile e più efficiente, per la Società, per acquisire l'Azienda in considerazione delle seguenti circostanze:

- BF è una società *holding* che svolge primariamente attività di direzione e di erogazione di servizi

amministrativo-gestionali alle altre società del gruppo BF e, pertanto, non esercita direttamente l'attività agro-industriale. In linea con lo *status* di *holding* di BF, il perfezionamento del Conferimento BF consentirà a BF di acquisire la Partecipazione NewCo e non, invece, direttamente l'Azienda;

- l'operazione consentirà a BF di acquisire la Partecipazione NewCo senza alcun esborso in denaro, in quanto il "corrispettivo" sarà rappresentato da azioni ordinarie BF di nuova emissione (c.d. "*operazione carta contro carta*"). Questa struttura è stata ritenuta ottimale, sotto il profilo finanziario per la Società.

Si riporta nella seguente tabella la composizione della compagine sociale della Conferente alla data della presente Relazione:

Soggetto titolare di una quota nella Conferente	Valore nominale della quota (in Euro)	% del capitale sociale
Federico Vecchioni	2.296.300,00	71,09%
Agricoltura & Turismo S.r.l.	900.000,00	27,86%
OCRIM – Società per l'Industria Meccanica S.p.A.	30.000,00	0,93%
Fiorella Lenzi	2.000,00	0,06%
Elisabetta Pasinato	2.000,00	0,06%

Come illustrato nella precedente tabella, alla data della presente Relazione, la Conferente è controllata, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2359 primo comma, numero 1, del Codice Civile, dal dottor Federico Vecchioni che ricopre, altresì, la carica di Amministratore Delegato di BF.

Alla luce di ciò, la Conferente è parte correlata di BF e, pertanto, l'Aumento di Capitale in Natura, il Conferimento BF e la sottoscrizione dell'Accordo Quadro si qualificano quali operazioni tra parti correlate ai sensi dell'Allegato 1 al "*Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*" adottato dalla CONSOB con delibera numero 17221 del 12 marzo 2010 (il "**Regolamento OPC**") e della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società. In particolare, l'Aumento di Capitale in Natura, il Conferimento BF, nonché la sottoscrizione dell'Accordo Quadro, sono qualificabili come operazioni "*di minore rilevanza*" tra parti correlate ai sensi dell'articolo 3 del Regolamento OPC, in quanto l'operazione: (i) in conseguenza del proprio valore,<sup>(1)</sup> non rientra tra le "*operazioni di importo esiguo*" di cui all'articolo 1 della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società (*i.e.* operazioni tra parti correlate il cui valore non supera l'importo di Euro 200.000); e (ii) non supera alcuno degli indici di rilevanza previsti all'Allegato 3 al Regolamento OPC ai fini della qualificazione di un'operazione con parti correlate come "*operazioni di maggiore rilevanza*".<sup>(2)</sup>

<sup>(1)</sup> Per tale intendendosi il valore della Partecipazione NewCo, come risultante dalla relazione di stima predisposta, ai sensi e per gli effetti degli articoli 2343-ter, comma 2, lettera b), e 2440 del Codice Civile, dal professor Andrea Nasini. Per maggiori informazioni in merito al valore della Partecipazione NewCo si rinvia al seguente Paragrafo IV.

<sup>(2)</sup> Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, sono di maggiore rilevanza le operazioni tra parti correlate in cui almeno uno dei seguenti indici di rilevanza risulti superiore alla soglia del 5%: (a) indice di rilevanza del controvalore (*i.e.* il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto)

Seppur l’Aumento di Capitale in Natura, il Conferimento BF e la sottoscrizione dell’Accordo Quadro non superino gli indici di rilevanza di cui all’Allegato 3 del Regolamento OPC, la Società ha ritenuto opportuno applicare in via prudenziale, fin da principio e su base volontaria, i presidi e le regole previste per le “operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento OPC. In particolare, poiché nella fase iniziale di istruttoria dell’operazione, non era possibile per BF individuare con ragionevole sicurezza il valore della stessa e, quindi, procedere ad una adeguata qualificazione della rilevanza della stessa ai sensi del Regolamento OPC e della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società, il Consiglio di Amministrazione di BF, d’intesa col Comitato OPC, ha ritenuto preferibile, in via prudenziale, applicare sin da subito i maggiori presidi previsti per le “operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza” e, in particolare, di coinvolgere fin da principio il Comitato OPC nella fase istruttoria dell’operazione.

Pertanto, ogni attività strumentale all’operazione e, in particolare, la determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni e degli ulteriori elementi giuridici ed economici dell’Aumento di Capitale in Natura, sono state svolte in ossequio a quanto previsto dal Regolamento OPC per le operazioni tra parti correlate di maggiore rilevanza, nonché di appositi presidi per evitare conflitti di interesse. In particolare, si mette in evidenza che:

- (i) il Consiglio di Amministrazione di BF ha conferito – anche ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2391, comma 1, del Codice Civile – apposito mandato al Consigliere dottor Luigi Scordamaglia per lo svolgimento delle attività istruttorie e la conduzione delle trattative sulla base delle indicazioni di volta in volta formulate dal Consiglio di Amministrazione di BF, ferme restando in ogni caso le competenze dell’organo amministrativo della Società, con riferimento all’approvazione e alla realizzazione dell’operazione, e gli obblighi di coinvolgimento del Comitato OPC ai sensi di quanto previsto dal Regolamento OPC per le operazioni di maggiore rilevanza;
- (ii) il dottor Federico Vecchioni non ha partecipato a discussioni e deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di BF inerenti l’operazione, fatta eccezione per 2 riunioni consiliari cui ha preso parte, su richiesta dei presenti, al solo fine di – e per il tempo strettamente necessario a – fornire chiarimenti sul *business* e le attività della Conferente nonché sulle prospettive di integrazione dell’Azienda nel gruppo BF;
- (iii) al fine di valutare l’interesse e la convenienza dell’operazione nonché per la determinazione dei termini e condizioni dell’Aumento di Capitale in Natura, il Consiglio di Amministrazione di BF è stato supportato da vari *advisor* indipendenti, i quali hanno analizzato i profili industriali, finanziari, legali e aziendali dell’operazione. Per maggiori informazioni in merito agli *advisor* a vario titolo coinvolti nell’operazione si rinvia al seguente Paragrafo IV.1; e
- (iv) il Comitato OPC è stato prontamente informato dell’operazione ed è stato coinvolto nelle trattative nonché nella fase istruttoria, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo. Inoltre, il Comitato OPC ha raccomandato il conferimento ad un *advisor* industriale – individuato nello Studio Carnà – dell’incarico di supportare il Consiglio di

---

dalla società ovvero, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell’ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato); (b) l’indice di rilevanza dell’attivo (i.e. il rapporto tra il totale attivo dell’entità oggetto dell’operazione, tratti dal più recente stato patrimoniale, e il totale attivo della società, tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società); e (c) l’indice di rilevanza delle passività (i.e. il rapporto tra il totale delle passività dell’entità acquisita e il totale attivo della società, tratti dal più recente stato patrimoniale).

Amministrazione di BF, nonché il Comitato stesso, nella valutazione dell'interesse della Società al compimento dell'operazione e si è avvalso del professor Enrico Laghi, quale proprio *advisor* indipendente, per valutare la congruità dei termini e condizioni dell'operazione;

- (v) in data 25 ottobre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, con il supporto delle valutazioni sino ad allora condotte dai professori Silvano Corbella e Gabriele Villa in merito ai termini e condizioni dell'operazione emersi dalle negoziazioni intercorse, in rapporto al valore di BF, nonché in relazione alle modalità di determinazione dello stesso, ha definito, in via preliminare e subordinatamente all'ottenimento del parere motivato vincolante da parte del Comitato OPC, i seguenti termini e condizioni dell'Aumento di Capitale in Natura: (a) il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni in Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a capitale e Euro 1,55 da imputarsi a sovrapprezzo; (b) l'ammontare complessivo dello stesso in Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; e, conseguentemente, (c) il numero di Nuove Azioni da emettersi per effetto dell'Aumento di Capitale in Natura in 3.921.569. Nel corso di tale adunanza consiliare, il dottor Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di BF, ha dichiarato di essere portatore di un interesse per conto proprio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile e non ha preso parte né alla discussione né alla votazione;
- (vi) il Comitato OPC, in data 28 ottobre 2019, ha esaminato, con l'ausilio del proprio *advisor* indipendente, i termini e condizioni dell'operazione preliminarmente definiti dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 25 ottobre 2019, nonché delle principali condizioni dell'Accordo Quadro e infine – tenuto conto delle risultanze valutative cui è addivenuto il proprio *advisor*, delle conclusioni formulate dall'*advisor* industriale indipendente sull'interesse della Società al compimento dell'operazione e di tutta la documentazione esaminata – ha emesso il motivato parere favorevole sull'interesse di BF all'Aumento di Capitale in Natura, oltre che all'esecuzione del Conferimento BF e alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro, nonché sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- (vii) in data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato OPC, reso in data 28 ottobre 2019, e della versione finale della *fairness opinion* dei professori Silvano Corbella e Gabriele Villa, nonché tenuto conto delle valutazioni in precedenza formulate dallo Studio Carnà quale *advisor* industriale indipendente sull'interesse della Società al compimento dell'operazione, ha confermato la proposta di Aumento di Capitale in Natura e ha approvato il Conferimento BF, nonché la sottoscrizione, da parte della Società, dell'Accordo Quadro e ha, inoltre, conferito mandato al Presidente del Consiglio di Amministrazione per provvedere alla convocazione dell'Assemblea degli azionisti di BF, in sede straordinaria, chiamata ad approvare, *inter alia*, l'Aumento di Capitale in Natura. Nel corso di tale adunanza consiliare, il dottor Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di BF, ha dichiarato di essere portatore di un interesse per conto proprio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile e non ha preso parte né alla discussione né alla votazione. Una più analitica e diffusa descrizione della procedura seguita per l'approvazione dell'Aumento di Capitale in Natura, del Conferimento BF e della sottoscrizione dell'Accordo Quadro è contenuta nel documento informativo predisposto, su base volontaria, da BF ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento OPC e in conformità allo Schema di cui all'“Allegato 4” al medesimo regolamento. Esso è stato messo a disposizione del pubblico in data 13 novembre 2019 sul sito *internet* della Società, all'indirizzo “[www.bfspa.it](http://www.bfspa.it)”, nonché con le altre modalità di legge e regolamentari applicabili.



## II.2 Motivazioni dell'operazione

Il Consiglio di Amministrazione di BF ritiene che l'acquisizione dell'Azienda da attuarsi, indirettamente, attraverso l'Aumento di Capitale in Natura e la conseguente integrazione nel perimetro del gruppo BF delle attività agricole e agrituristiche esercitate per il tramite dell'Azienda, abbia valenza strategica e industriale. Tale operazione, inoltre, risulta coerente con le linee strategiche del gruppo BF, come esplicitate nell'attuale piano industriale di gruppo come nel seguito descritto.

Al riguardo, in particolare, si sottolinea come la Società stia progressivamente ridefinendo le modalità attuative della strategia di recupero e valorizzazione del patrimonio immobiliare del gruppo BF presente nella regione Toscana, concentrato attualmente nella società controllata Leopoldine S.p.A. (la c.d. "*strategia emergente*"). La Società ha previsto che i progetti di recupero architettonico e di valorizzazione del patrimonio immobiliare del gruppo BF, attualmente allo studio, potrebbero essere più proficuamente strumentali allo sfruttamento economico mediante la destinazione degli immobili stessi ad attività agrituristica e di *hospitality*, da realizzarsi anche in *partnership* con società che vantano una lunga e consolidata esperienza nel settore.

Alla luce di quanto sopra illustrato, si precisa che l'Azienda oggetto del Conferimento BF svolge due differenti tipologie di attività, la cui integrazione nel gruppo BF risulta pertanto di interesse alla luce di diverse considerazioni:

- (i) quanto all'attività agricola, svolta su una superficie complessiva di 308,3 ettari e costituita principalmente dalla produzione e commercializzazione di olio extra-vergine d'oliva (col marchio di origine "*Olio Toscano IGP*"), essa risulta pienamente coerente con il *business* caratteristico del gruppo BF, nonché con le linee strategiche previste dall'attuale piano industriale e, ove integrata all'interno del gruppo BF, comporterebbe per il gruppo un'espansione nel settore della produzione e commercializzazione dell'olio extra-vergine di oliva grazie all'acquisizione di complessivi 78,9 ettari di terreni siti a Massa Marittima (Grosseto) destinati a uliveto, di cui 10 ettari con nuovo impianto intensivo. L'Azienda conduce, inoltre, in affitto ulteriori 25 ettari di uliveto; e
- (ii) con riferimento all'attività agrituristica e di *hospitality*, esercitata per il tramite di una struttura ricettiva, con una capacità di numero 103 posti letto, sita nel comune di Massa Marittima (Grosseto), recentemente rinnovata e articolata in numero 6 nuclei poderali, dotata di palestre, sala congressi, piscina, sala ristorante e altri servizi, secondo la logica del c.d. "*albergo diffuso*", essa risulta comunque coerente con la predetta "*strategia emergente*" in fase di sviluppo da parte del gruppo BF in ambito immobiliare.

## II.3 Riflessi attesi sui programmi gestionali della Società

L'acquisizione dell'Azienda da attuarsi, indirettamente, attraverso l'Aumento di Capitale in Natura e la conseguente integrazione nel perimetro del gruppo BF delle attività agricole e agrituristiche esercitate per il tramite della Azienda, potrà, secondo le valutazioni condotte dal Consiglio di Amministrazione di BF col supporto di un *advisor* industriale appositamente nominato, generare vantaggi e sinergie a livello sia di contenimento dei costi sia di crescita dei ricavi, promozione del *business* e valorizzazione dei *brand* della filiera agro-alimentare del gruppo BF.

In particolare, si illustrano di seguito i principali vantaggi e sinergie attesi dall'operazione:

- (i) vantaggi e sinergie derivanti dall'integrazione tra l'attività agricola del gruppo BF e l'attività agricola esercitata per il tramite dell'Azienda, qualificata dalla produzione di olio d'oliva:
  - (a) realizzazione di sinergie commerciali, specificatamente nell'ambito di politiche di offerta, stante la strategia, già in fase di esecuzione, di differenziazione con prodotti di filiera italiana al 100% e di *branding* del gruppo BF;
  - (b) potenziamento della capacità competitiva, dispiegabile in un mercato, soprattutto quello internazionale, dove vengono riconosciuti importanti margini se il prodotto "olio italiano" offerto è garantito da certificazioni di filiera;
  - (c) conseguimento della dimensione ottimale minima per impianti e attività che consentirebbe la realizzazione di economie di scala e capacità di accesso a nuove modalità operative e di gestione, necessarie per competere sui mercati globali;
  - (d) anticipazione della tempistica prevista per il prospettato *go to market* del gruppo BF nel settore della produzione e commercializzazione dell'olio extra-vergine d'oliva 100% italiano (posto che l'attuale stato degli *asset* olivicoli del gruppo BF consentirebbe un *go to market* solo a partire dal periodo 2022/2023);
- (ii) vantaggi e sinergie tra l'attività agricola e (in prospettiva) agrituristica del gruppo BF e l'attività agrituristica esercitata per il tramite dell'Azienda:
  - (a) sviluppo della c.d. *brand essence* del marchio mediante il quale sono commercializzati i prodotti agro-alimentari del gruppo BF (*i.e.* "Le Stagioni d'Italia"), con conseguenti effetti positivi in termini di pubblicizzazione dei prodotti e servizi offerti dalle società del gruppo BF;
  - (b) creazione di un efficace sistema di *cross-selling*, con conseguenti effetti positivi in termini di sviluppo del *business* e crescita dei ricavi del gruppo BF;
  - (c) raggiungimento di un livello dimensionale nel settore dell'*hospitality* tale da consentire l'interlocuzione con grandi catene alberghiere internazionali di primario *standing* interessate nella gestione operativa e commerciale di *resort* attraenti per la clientela europea e Nord-americana, quali quelli siti nel territorio della regione Toscana;
  - (d) sviluppo di sinergie commerciali e operative tra le varie strutture agrituristiche, con conseguenti economie di scala nel *marketing* e nella gestione del personale, tenuto conto anche della differente stagionalità, marcatamente estiva per l'attività agrituristica della Conferente, tenuto vista la vicinanza al mare, e, invece, potenzialmente intermedia per la prospettata attività agrituristica del gruppo BF.

### **III. VALORE ATTRIBUITO ALLA PARTECIPAZIONE NEWCO OGGETTO DEL CONFERIMENTO BF CONTENUTO NELLA VALUTAZIONE DELL'ESPERTO INDIPENDENTE EX ARTICOLO 2343-TER, SECONDO COMMA, LETTERA B), DEL CODICE CIVILE**

La Conferente ha incaricato il professor Andrea Nasini di predisporre la relazione giurata avente ad oggetto l'Azienda, ai sensi dell'articolo 2465 del Codice Civile ai fini del Conferimento NewCo (la "Prima Perizia"). Allo stesso soggetto, nella propria qualità di esperto in possesso dei requisiti di professionalità e indipendenza di cui all'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, è

stato inoltre conferito l'incarico di predisporre la valutazione in merito alla Partecipazione NewCo ai sensi e per gli effetti degli articoli 2343-*ter*, comma 2, lettera b), e 2440 del Codice Civile, ai fini del Conferimento BF (la “**Seconda Perizia**”).

In data 6 novembre 2019, la Conferente ha messo a disposizione della Società la Prima Perizia.<sup>3</sup> Il valore dell'Azienda indicato nella Prima Perizia è pari a Euro 10.700.000, che si riduce a Euro 9.300.000 se si considera che alcuni beni sono oggi gravati da ipoteca a garanzia di un mutuo bancario. Tuttavia, la cancellazione di tale ipoteca è condizione per effettuare l'operazione, di modo che l'ipoteca non sia trasferita a NewCo nell'ambito dell'Azienda.

Ai sensi dell'articolo 2440, quinto comma, del Codice Civile, entro il termine di 30 giorni decorrenti dalla data di esecuzione del Conferimento BF ovvero, se successiva, dalla data di iscrizione della deliberazione dell'Aumento di Capitale in Natura presso il Registro delle Imprese di Ferrara, il Consiglio di Amministrazione di BF sarà chiamato a svolgere le verifiche di cui agli articoli 2343-*quater*, primo comma, e 2440, quinto comma, del Codice Civile, nonché le ulteriori verifiche utili per il rilascio della dichiarazione di cui all'articolo 2343-*quater*, terzo comma, del Codice Civile.

Tale dichiarazione – da depositarsi presso il Registro delle Imprese di Ferrara entro il medesimo termine di 30 giorni di cui sopra – dovrà contenere, in particolare: (i) la descrizione dei beni conferiti per i quali non si è fatto luogo alla relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, del Codice Civile, se del caso; (ii) il valore ad essi attribuito, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (iii) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (iv) la dichiarazione che non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione dell'esperto indipendente di cui all'articolo 2343-*ter*, secondo comma, lettera b), del Codice Civile; e (v) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e di indipendenza del suddetto esperto indipendente.

Per maggiori informazioni in merito alla tempistica prevista per l'espletamento di tali attività si rinvia al seguente paragrafo VI.

#### **IV. CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO UNITARIO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI DA EMETTERSI NEL CONTESTO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA E VALUTAZIONI CIRCA LA SUA CONGRUITÀ**

##### **IV.1 Premessa**

Si illustrano di seguito i criteri utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di BF per determinare i termini e le condizioni dell'Aumento di Capitale in Natura e del Conferimento BF.

Si precisa che il Consiglio di Amministrazione di BF ha effettuato le proprie analisi, valutazioni e considerazioni con il supporto dei professori Silvano Corbella e Gabriele Villa nominati, in data 6 settembre 2019, quali *advisor* indipendenti a supporto delle determinazioni del Consiglio di Amministrazione di BF in merito all'Aumento di Capitale in Natura. Il Consiglio di Amministrazione di BF, in occasione del conferimento dell'incarico, ha valutato l'esperienza, la professionalità e la competenza – in rapporto alla natura dell'operazione – e ha confermato l'indipendenza, non

---

<sup>3</sup> Alla data della presente relazione la Prima Perizia non è stata asseverata.

correlazione e assenza di conflitti di interesse (anche ai sensi del Regolamento OPC) dei professori Silvano Corbella e Gabriele Villa.<sup>(4)</sup>

I professori Silvano Corbella e Gabriele Villa hanno rilasciato, in data 4 novembre 2019, la propria *fairness opinion* e, in vista della riunione consiliare del 13 novembre 2019, una lettera datata 12 novembre 2019 contenente l'aggiornamento dei dati di mercato.

Le valutazioni alla base della determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni sono state effettuate, tra l'altro, sulla base dei seguenti documenti:

- (i) la situazione patrimoniale di riferimento al 30 settembre 2019 relativa all'Azienda oggetto del Conferimento NewCo;
- (ii) il documento valutativo dell'Azienda redatto da EY S.p.A. in data 23 luglio 2019 (denominato “*Tenuta il Cicalino – Valutazione del ramo aziendale oggi facente parte della società agricola ‘Tenuta il Cicalino S.r.l.’ e oggetto di possibile conferimento in Cicalino Green Società Agricola S.r.l.*”); e
- (iii) la Prima Perizia;
- (iv) perizia di stima del valore di mercato alla data del 31 dicembre 2018 dei beni patrimoniali di proprietà di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola redatta da Praxi S.p.A. nel mese di gennaio 2019.

## **IV.2 Criteri per la determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni**

### **IV.2.1 Premessa**

Ai fini della determinazione del prezzo unitario delle Nuove Azioni, il Consiglio di Amministrazione di BF ha condiviso e fatto proprie le considerazioni e le risultanze contenute nella *fairness opinion* dei professori Corbella e Villa. In particolar modo, il Consiglio è pervenuto alla determinazione del prezzo unitario di emissione condividendo le metodologie impiegate ed illustrate in tale *fairness opinion*.

In via preliminare, si è dato rilievo al fatto che l'operazione disciplinata dall'Accordo Quadro – per quanto assuma la forma tecnico-giuridica di un conferimento – sotto il profilo sostanziale determini gli effetti di una operazione di acquisizione da parte di BF di una partecipazione (*i.e.* la Partecipazione NewCo) in cui il corrispettivo dovuto al cedente, *rectius* conferente, è costituito da un mezzo di regolamento dello scambio equivalente al denaro, rappresentato, nel caso di specie, da azioni quotate in un mercato regolamentato (*i.e.* le Nuove Azioni). In altri termini, l'operazione si sostanzia in un'acquisizione regolata mediante uno strumento c.d. “*cash equivalent*” (le azioni quotate di BF).

Inoltre, il valore economico del bene conferito (*i.e.* la Partecipazione NewCo) assume peso marginale rispetto al valore economico della Società, con la conseguenza che, nell'economia complessiva dell'Operazione, l'aumento di capitale sociale che BF dovrà effettuare a fronte del Conferimento BF (e, con esso, la quota di partecipazione che la Conferente andrà a detenere nel capitale sociale di BF) corrisponderà a una quota-parte limitata del capitale sociale complessivo di BF.

In tale ottica, il primo parametro assunto a riferimento della stima ricercata è rappresentato dalla quotazione delle azioni di BF ritenendo che il prezzo di negoziazione dell'azione esprima l'ammontare di denaro corrisposto tramite azioni. Il valore di BF, pertanto, è stato prioritariamente determinato

---

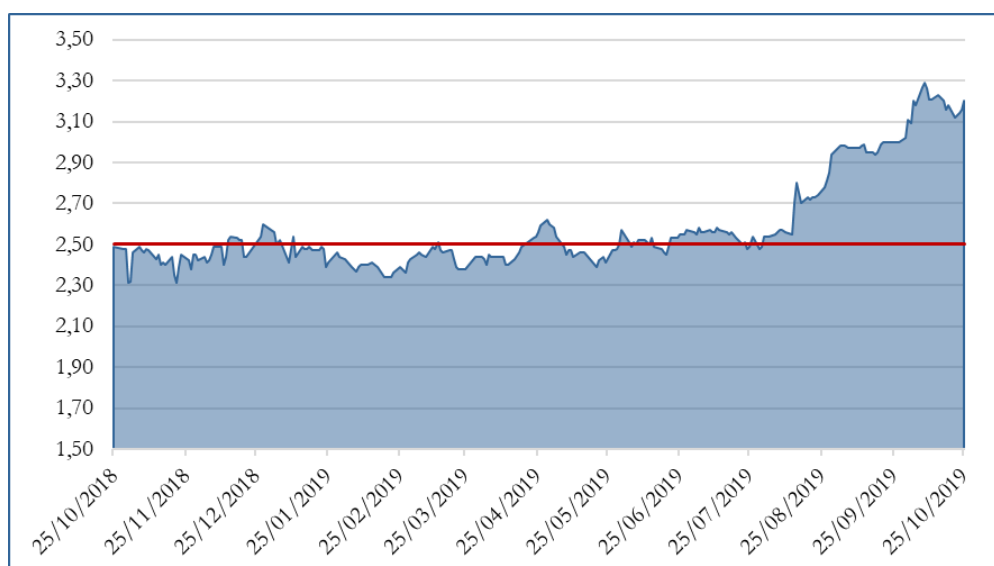
<sup>(4)</sup> Quanto all'indipendenza dei professori Corbella e Villa, questi ultimi hanno dichiarato, nella propria *opinion*, di non aver reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore di BF, né delle sue controllate e che non sussistono relazioni economiche tra gli stessi e BF, i soggetti che la controllano, le società dalla stessa controllate o soggette a comune controllo e gli amministratori delle società ora menzionate che siano suscettibili di pregiudicare la loro indipendenza e autonomia di giudizio.

sul fondamento della quotazione di Borsa delle azioni della Società. In coerenza con il disposto normativo di cui all'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai sensi del quale la determinazione del prezzo delle azioni emesse al servizio di un aumento di capitale sociale con esclusione (o limitazione) del diritto di opzione (come è l'Aumento di Capitale in Natura) deve essere fatta “**in base al valore del patrimonio netto**, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle **quotazioni nell'ultimo semestre**”, è stato effettuato un ulteriore riscontro della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni prendendo a riferimento il multiplo *Price/Book Value*.

#### IV.2.2 La quotazione di Borsa di B.F. S.p.A.

Sino ad agosto 2019 la quotazione di Borsa delle azioni di BF si è sempre attestata nell'intorno di 2,5 Euro, e solo negli ultimi mesi (a partire da agosto 2019) il prezzo del titolo è cresciuto progressivamente (v. Grafico n° 1).

Grafico n° 1 – La quotazione di borsa delle azioni di BF dal 25 ottobre 2018 al 25 ottobre 2019



La stima del valore di BF è stata effettuata assumendo a riferimento la media delle quotazioni di Borsa calcolata su orizzonti temporali differenziati (1, 3, 6 e 12 mesi), muovendo a ritroso dal 25 ottobre 2019. Le medie sono state ponderate per il volume degli scambi intervenuti in corrispondenza del singolo prezzo quotato nel corso della giornata di Borsa (fonte Bloomberg), al fine di mitigare gli effetti relativi ai ridotti volumi scambiati del titolo di BF.

La tabella che segue riporta la quotazione di Borsa delle azioni di BF puntuale alla data del 25 ottobre 2019 e le quotazioni di Borsa medie ponderate negli intervalli temporali considerati.

Tabella n° 1 – La quotazione di Borsa delle azioni di BF (Valori in euro) <sup>(5)</sup>

	Quotazione azione BF
Quotazione 25/10/2019	3,20
Media ponderata 1 mese	3,18
Media ponderata 3 mesi	3,03
Media ponderata 6 mesi	2,69
Media ponderata 12 mesi	2,66

L'impiego di un valore medio in luogo di uno puntuale consente di stemperare gli effetti distorsivi derivanti dalla volatilità della quotazione del titolo. Nel quadro delle medie calcolate, avuto riguardo alla prassi italiana, si è ritenuto significativo il riferimento a un orizzonte temporale di 6 mesi che “segna” un prezzo di Euro 2,69. Tale dato medio è coerente con il disposto normativo di cui all'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai sensi del quale la determinazione del prezzo delle azioni emesse al servizio di un aumento di capitale sociale con esclusione (o limitazione) del diritto di opzione (come è l'Aumento di Capitale in Natura) deve essere fatta “*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle **quotazioni nell'ultimo semestre***”.

L'arco temporale preso in esame è altresì coerente con la disciplina del recesso che, pure, assume a riferimento un orizzonte di 6 mesi: l'articolo 2437-ter, terzo comma, del Codice Civile stabilisce che: “*il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei **sei mesi** che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*”.

Si è perciò ritenuto che il prezzo di Euro 2,69 – espresso dalla media ponderata a 6 mesi delle quotazioni di Borsa delle azioni di BF – configuri un primo riferimento utile ai fini dell'espressione del giudizio di congruità.

Si è poi considerato che le Nuove Azioni da assegnare alla Conferente si caratterizzeranno per la presenza di un vincolo di intrasferibilità, che le rende “diverse” dalle altre azioni ordinarie di BF in circolazione e che, per un periodo di tempo determinato, ne impedisce il trasferimento rendendole illiquide. In altri termini, le Nuove Azioni sono assimilabili a “*restricted shares*”, differenti, avuto riguardo al profilo della negoziabilità, rispetto alle azioni quotate sul mercato borsistico.

<sup>(5)</sup> Le quotazioni sono state aggiornate, in vista della riunione consiliare del 13 novembre 2019, analizzandole a ritroso a decorrere dall'8 novembre 2019.

	Quotazione azione BF
Quotazione 8/11/2019	3,18
Media ponderata 1 mese	3,17
Media ponderata 3 mesi	3,07
Media ponderata 6 mesi	2,73
Media ponderata 12 mesi	2,70

Tali dati non evidenziano scostamenti significativi rispetto alle risultanze assunte a riferimento delle valutazioni riportate nel testo.

Come confermato da principi e ricerche in ambito aziendalistico, il “*lock-up*” che grava sulle Nuove Azioni influisce negativamente sul valore delle azioni stesse, rispetto al valore delle azioni di BF liberamente trasferibili e, quindi, prontamente liquidabili.

La clausola di *lock-up*, in particolare, giustifica il fatto che il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si posizioni a un livello inferiore rispetto al dato espresso dalla quotazione di Borsa, e ciò in ragione di uno sconto per temporanea mancanza di negoziabilità.

Autorevoli riferimenti nel contesto nazionale contemplan la rilevanza di clausole inerenti vincoli di intrasferibilità – quale sicuramente si configura la clausola di *lock-up* della durata di ventiquattro mesi – nella determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, ed in particolare ciò trova riscontro nei PIV, là dove recitano che “*nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soc?*”.<sup>(6)</sup>

L’entità dello sconto, nel caso dell’Aumento di Capitale in Natura, si colloca su livelli inferiori rispetto a quelli che emergono in dottrina e nella prassi internazionale (inclusi tra il 20% e il 40%).

#### **IV.2.3 Il multiplo Price/Book Value di BF e il multiplo Price/Book Value di NewCo**

Il multiplo *Price/Book Value* (P/BV) è stato selezionato in quanto ritenuto idoneo a esprimere, seppur nell’economia di un *business* in profonda evoluzione, la persistente valenza patrimoniale degli *asset* detenuti da BF (*in primis*, i terreni agricoli). Multipli alternativi, ancorati a misure di *performance* operative, non sono stati ritenuti in grado di “catturare” con la medesima efficacia il valore della dimensione patrimoniale del *business*. L’adozione del multiplo P/BV è altresì coerente con il disposto normativo di cui all’art. 2441, comma 6 c.c.: il prezzo di emissione – recita la norma – deve essere determinato “***in base al valore del patrimonio netto***, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre”.

In particolare, il multiplo P/BV di BF è stato costruito in una duplice versione: (i) sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni non vincolate (Euro 2,69) e (ii) sulla base del prezzo di emissione delle azioni vincolate (Euro 2,55).

Il multiplo P/BV di BF costruito sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni di BF non vincolate (Euro 2,69) è risultato pari a 1,11x.

Il multiplo P/BV di BF costruito sulla base del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF (Euro 2,55) è risultato pari a 1,05x.

Il confronto tra il multiplo P/BV di NewCo e il multiplo P/BV di BF è stato reputato significativo in quanto la determinazione del prezzo di emissione presuppone un confronto tra il valore della Partecipazione NewCo e il prezzo di emissione delle Nuove Azioni, ovvero l’identificazione di un “rapporto di cambio” fondato su stime afferenti entità diverse (NewCo e BF), da effettuarsi, nei limiti del possibile, con logiche valutative omogenee.

Il multiplo P/BV implicito nel valore della Partecipazione NewCo oggetto di conferimento è risultato pari a 0,90x.

---

<sup>(6)</sup> Principi Italiani di Valutazione 2015, § IV.3.

I dati esposti evidenziano come il multiplo P/BV di BF – sia esso costruito sulla base del prezzo di Euro 2,69 ovvero sulla base del prezzo di Euro 2,55 – e il multiplo P/BV di NewCo non presentino scostamenti significativi e, in ogni caso, il fatto che il multiplo di BF si posizioni su livelli più elevati va comunque a tutela degli azionisti e del mercato della Società perché a multipli più elevati corrisponde un minor numero di azioni emesse a servizio del conferimento.

#### IV.2.4 Il multiplo Price/Book Value di un campione di società comparabili

Ai fini della verifica della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni si è proceduto altresì a confrontare il multiplo P/BV di BF, costruito sulla base delle due alternative sopra richiamate, con il multiplo P/BV di un campione di società comparabili con BF.<sup>(7)</sup>

L'analisi del multiplo P/BV di società comparabili ha assunto a riferimento due campioni:

- un primo campione c.d. “ristretto” si compone di società comparabili desunte, in modo ragionato, da precedenti studi condotti sulla Società (il “**Campione Ristretto**”);
- un secondo campione c.d. “allargato” si compone delle medesime società del Campione Ristretto, a cui sono state affiancate alcune società selezionate sulla base delle indicazioni fornite dal *database* Bloomberg (il “**Campione Allargato**”).

Le tabelle che seguono riportano i multipli P/BV e il multiplo P/BV medio e mediano delle società comparabili appartenenti al Campione Ristretto (Tabella n° 2) e al Campione Allargato (Tabella n° 3).

**Tabella n° 2 – I multipli P/BV del Campione Ristretto (Valori in milioni di euro)**

Società	Capitalizzazione (P) 25/10/2019	Book Value (BV) ultimo disponibile	P/BV
Adecoagro S.A.	645,58	969,24	0,67x
ForFarmers N.V.	573,81	409,24	1,40x
Alico Inc.	214,02	144,23	1,48x
Wynnstay Group P.L.C.	63,76	108,10	0,59x
Archer-Daniels-Midland Co.	20.626,25	16.687,21	1,24x
GrainCorp Ltd.	1.044,54	1.171,03	0,89x
<b>Media</b>			<b>1,04x</b>
<b>Mediana</b>			<b>1,06x</b>
<b>Valore minimo</b>			<b>0,59x</b>
<b>Valore massimo</b>			<b>1,48x</b>

<sup>(7)</sup> La versione con il numeratore calcolato a Euro 2,69 (ovvero al lordo dello sconto per vincolo di negoziabilità) è maggiormente omogenea rispetto ai multipli delle società comparabili giacché le azioni di queste ultime non “scontano” alcun effetto in forza di clausole di *lock-up*.



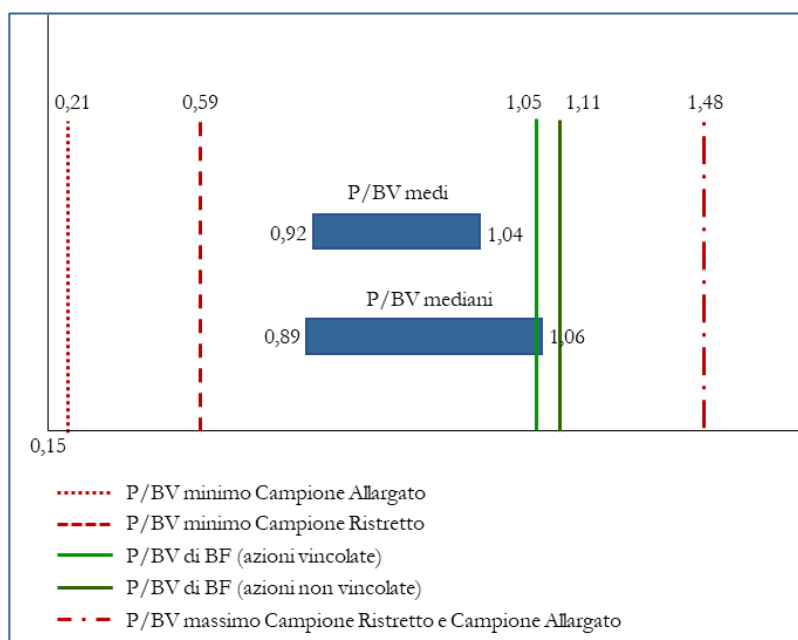
**Tabella n° 3 – I multipli P/BV del Campione Allargato (Valori in milioni di euro)**

Società	Capitalizzazione (P) 25/10/2019	Book Value (BV) ultimo disponibile	P/BV
Adecoagro S.A.	645,58	969,24	0,67x
ForFarmers N.V.	573,81	409,24	1,40x
Alico Inc.	214,02	144,23	1,48x
Wynnstay Group P.L.C.	63,76	108,10	0,59x
Archer-Daniels-Midland Co.	20.626,25	16.687,21	1,24x
GrainCorp Ltd.	1.044,54	1.171,03	0,89x
FirstFarms A/S	57,31	50,61	1,13x
Camellia P.L.C.	290,92	447,94	0,65x
AgroGeneration	10,55	50,33	0,21x
<b>Media</b>			<b>0,92x</b>
<b>Mediana</b>			<b>0,89x</b>
<b>Valore minimo</b>			<b>0,21x</b>
<b>Valore massimo</b>			<b>1,48x</b>

Le risultanze desunte da entrambi i campioni confortano la congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni: il multiplo P/BV di BF – sia esso costruito sulla base del prezzo di Euro 2,69 (1,11x) o sulla base del prezzo di Euro 2,55 (1,05x) – si posiziona entro i limiti minimo e massimo di entrambi i campioni e risulta ragionevolmente allineato ai valori medio e mediano dei campioni stessi. In particolare, il multiplo di BF costruito sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni di BF “non vincolate” (Euro 2,69) – più coerente con i multipli delle società comparabili, costruiti anch’essi muovendo dalla quotazione di azioni non vincolate – non è mai inferiore ai valori medio e mediano di entrambi i campioni; il che, di nuovo, va a tutela degli azionisti e del mercato nella misura in cui limita il numero delle azioni emesse a beneficio della Conferente.

Qualora, in luogo della capitalizzazione alla data del 25 ottobre 2019 fosse stata impiegata la capitalizzazione media calcolata su un orizzonte temporale più esteso, l’analisi del multiplo P/BV delle società comparabili avrebbe condotto a risultati allineati a quelli sopraesposti.

Grafico n° 2 – La congruità del prezzo di emissione apprezzata mediante il calcolo del multiplo P/BV



Alla luce delle risultanze dell'applicazione dei criteri di valutazione sopra descritti, come elaborati con il supporto degli advisor finanziari indipendenti, e tenuto conto della clausola di lock-up prevista nell'Accordo Quadro, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto congruo un prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni pari ad Euro 2,55.

### IV.3 Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni

Le conclusioni sopra riportate devono essere intese anche alla luce delle difficoltà nell'identificazione di *comparable* adeguati per BF (quanto a profilo dimensionale, localizzazione geografica e gamma di attività svolte). Le società prese in considerazione sono di norma di maggiori dimensioni, attive a livello mondiale che, a differenza di BF, operano esclusivamente nel settore agricolo e non (anche) in quello agro-industriale e del ciclo del seme. Pertanto, alla luce delle caratteristiche specifiche che caratterizzano ciascuna realtà, la comparabilità ricercata non può che essere parziale. Siffatto limite, peraltro, è sostanzialmente intrinseco nel metodo dei multipli che fa leva sui dati di mercato e non inficia, in ogni caso, le considerazioni fatte circa il rilievo – ai fini che qui interessano – della clausola di *lock-up*.

Vale inoltre precisare che ulteriori limiti e profili di attenzione emergono alla luce delle seguenti considerazioni: (i) la mancanza di un aggiornamento del piano economico-finanziario del gruppo BF rende più difficoltoso esprimere il valore fondamentale della Società; (ii) l'elevata volatilità del titolo BF registrata nell'ultimo periodo complica la "lettura" delle quotazioni di borsa ai fini di stimare il valore normale di mercato della Società.

Infine, dal momento che non sono stati pubblicati *analyst report* in data recente a copertura del titolo di BF, si precisa che non è stato utilizzato come criterio di valutazione il metodo del cd. *target price*.

#### **IV.4 Determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni**

In data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, alla luce di quanto emerso dalle attività di valutazione come sopra descritte e tenuto conto della *fairness opinion* rilasciata dai propri *advisor*, i professori Silvano Corbella e Gabriele Villa, ha determinato in via definitiva, previo parere favorevole del Comitato OPC, (i) il valore complessivo dell’Aumento di Capitale in Natura in Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; (ii) il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni, da sottoporre all’Assemblee degli azionisti di BF, in Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; e conseguentemente, (iii) l’emissione di complessive numero 3.921.569 nuove azioni ordinarie BF prive di indicazione del valore nominale, rappresentative del 2,57% del capitale sociale attuale di BF.

In data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, in conformità con quanto previsto dall’articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile e dall’articolo 158, comma primo, del TUF, ha provveduto a comunicare la proposta di Aumento di Capitale in Natura alla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., la quale emetterà il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF.

Il predetto parere di congruità verrà messo a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previste dalla disciplina applicabile.

#### **V. NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO, PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI**

Nel contesto dell’Aumento di Capitale in Natura saranno emesse complessive numero 3.921.569 nuove azioni ordinarie BF prive di indicazione del valore nominale, rappresentative del 2,5% del capitale sociale di BF emesso a esito dell’esecuzione dell’Aumento di Capitale in Natura (nonché del 2,25% del capitale sociale di BF emesso a esito dell’esecuzione dell’Aumento di Capitale in Natura e dell’Aumento di Capitale in Denaro, come *infra* definito).

Le Nuove Azioni assegnate alla Conferente avranno godimento regolare e attribuiranno i medesimi diritti delle azioni ordinarie BF già in circolazione; inoltre le stesse saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (il “**MTA**”), al pari delle azioni ordinarie BF già in circolazione, nonché sottoposte al regime di dematerializzazione, e gestione accentrata presso Monte Titoli S.p.A., ai sensi degli articoli 83-*bis* e seguenti del TUF.

Il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni, pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di BF secondo quanto dettagliatamente illustrato al precedente Paragrafo III.

#### **VI. ADEMPIMENTI E TEMPISTICA**

L’Aumento di Capitale in Natura comporterà l’emissione e l’ammissione a quotazione sul MTA di numero 3.921.569 Nuove Azioni, fungibili con le azioni ordinarie BF già ammesse alla negoziazione

sullo stesso mercato regolamentato. Le Nuove Azioni rappresenteranno, su un periodo di dodici mesi, meno del 20% del numero delle azioni ordinarie BF già ammesse alla negoziazione sul MTA e, pertanto, trova applicazione, con riferimento all’Aumento di Capitale in Natura, l’esenzione dall’obbligo di pubblicare un prospetto informativo per l’ammissione alla negoziazione delle Nuove Azioni di cui all’articolo 1, paragrafo 5, lettera b) del Regolamento (UE) 2017/1129. Tale limite non è superato neppure considerando complessivamente le Nuove Azioni e quelle rinvenienti dall’aumento di capitale riservato e a pagamento oggetto di proposta all’Assemblea contestualmente all’Aumento di Capitale in Natura da liberarsi mediante il Conferimento BF (l’**“Aumento di Capitale in Denaro”**) (cfr. comunicato stampa della Società del 13 novembre 2019).

Subordinatamente all’approvazione assembleare e compatibilmente coi tempi tecnici necessari, si provvederà a dare esecuzione all’Aumento di Capitale in Natura e alla liberazione dello stesso mediante il Conferimento BF; secondo quanto allo stato ipotizzato, ciò potrebbe avvenire a stretto giro successivamente alla riunione dell’Assemblea degli azionisti di BF, in sede straordinaria, chiamata a deliberare in merito all’Aumento di Capitale in Natura.

Ai sensi dell’articolo 2440, quinto comma, del Codice Civile, entro il termine di 30 giorni decorrenti dalla data di esecuzione del Conferimento BF ovvero, se successiva, dalla data di iscrizione della deliberazione dell’Aumento di Capitale in Natura presso il Registro delle Imprese di Ferrara, il Consiglio di Amministrazione di BF dovrà: (i) svolgere le verifiche di cui agli articoli 2343-*quater*, primo comma, e 2440, quinto comma, del Codice Civile, nonché e le ulteriori verifiche utili per il rilascio della dichiarazione di cui all’articolo 2343-*quater*, terzo comma, del Codice Civile e (ii) procedere al depositato per l’iscrizione presso il Registro delle Imprese di Ferrara della dichiarazione di cui si è stato dato conto al precedente Paragrafo III.

Le Nuove Azioni verranno emesse e assegnate alla Conferente non appena possibile – tenuto conto dei tempi tecnici necessari per la loro emissione – e, in ogni caso, in conformità alle tempistiche previste dalla regolamentazione di Borsa Italiana S.p.A., ai sensi della quale, peraltro, la Società darà apposita comunicazione a Borsa Italiana S.p.A. ai fini dell’ammissione a quotazione delle Nuove Azioni.

Si ricorda comunque che, ai sensi dell’articolo 2343-*quater*, quarto comma, del Codice Civile, le Nuove Azioni saranno, in ogni caso, inalienabili e dovranno restare “depositate” presso la Società fino all’iscrizione presso il Registro delle Imprese di Ferrara della dichiarazione di cui all’articolo 2343-*quater*, terzo comma, del Codice Civile, tenuto comunque conto del regime di dematerializzazione delle azioni di BF.

Il Consiglio di Amministrazione di BF prevede di poter svolgere le verifiche e le attività sopra illustrate nei minori tempi tecnici possibili una volta perfezionato il Conferimento BF, così che ogni adempimento relativo a quest’ultimo possa essere eseguito indicativamente entro la fine dell’esercizio in corso o le prime settimane dell’esercizio 2020.

## **VII. RIFLESSI TRIBUTARI DELL’OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ**

Sotto il profilo delle imposte dirette (*i.e.* IRES ed IRAP), l’Aumento di Capitale in Natura non determinerà l’emersione di alcun reddito imponibile positivo in capo a BF: si tratta, infatti, di una operazione sul patrimonio netto della Società non idonea a produrre effetti fiscalmente rilevanti per

BF.<sup>(8)</sup>

Si rileva che, per BF, il valore di carico fiscale della Partecipazione NewCo corrisponderà al valore contabile di prima iscrizione attribuito alla medesima partecipazione nell'ambito della rilevazione dell'operazione di Conferimento BF.

Si evidenzia, inoltre, che qualora, in corretta applicazione dei principi contabili internazionali, la Partecipazione NewCo venga iscritta in portafogli diversi da quelli detenuti per la negoziazione, risulterà assoggettata:

- decorso il periodo minimo di possesso di 12 mesi, al regime della *participation exemption* di cui all'articolo 87 del D.P.R. numero 917 del 22 dicembre 1986 (di seguito “**TUIR**”);<sup>(9)</sup>
- al regime della *dividend exemption* di cui all'articolo 89 del TUIR.<sup>(10)</sup>

In ordine alle imposte indirette, il deliberando aumento del capitale sociale rappresenta, per il Conferente, una operazione esente ex articolo 10, numero 4), D.P.R. numero 633 del 26 ottobre 1972 e sconta l'imposta di registro in misura fissa pari ad Euro 200 in applicazione, del punto 5 dell'articolo 4, comma 1, della Tariffa parte I, allegata al D.P.R. numero 131 del 26 aprile 1986.

L'operazione non risulta soggetta alla cd. “*Tobin Tax*”, istituita con Legge numero 228 del 24 dicembre 2012 e attuata con decreto ministeriale del 21 febbraio 2013, in quanto – nel caso specifico – la Partecipazione NewCo oggetto di Conferimento BF è costituita da quote di società costituita in forma di società a responsabilità limitata e non da azioni.

## **VIII. COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ E DELL'EVENTUALE SOGGETTO CONTROLLANTE AI SENSI DELL'ARTICOLO 93 DEL TUF A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA ED EFFETTI DI TALE OPERAZIONE SUGLI EVENTUALI PATTI PARASOCIALI RILEVANTI AI SENSI DELL'ARTICOLO 122 DEL TUF AVENTI AD OGGETTO AZIONI BF**

### **VIII.1 Compagine azionaria della Società**

La seguente tabella raffronta la compagine azionaria della Società alla data della presente Relazione con la compagine azionaria della Società a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, nonché assumendo l'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Denaro (con conseguente

---

<sup>(8)</sup> Diversamente, per la Conferente il Conferimento BF si qualifica, ai sensi dell'articolo 9, comma 5, del TUIR, come operazione realizzativa idonea a fare emergere una plusvalenza fiscalmente rilevante che nella fattispecie, ricorrendo tutte le condizioni previste dall'articolo 177 del TUIR, verrà determinata assumendo come valore di realizzo “*la corrispondente quota delle voci del patrimonio netto formato dalla società conferitaria per effetto del conferimento*”.

<sup>(9)</sup> Nella fattispecie, infatti, NewCo, in applicazione dei chiarimenti forniti dalla R.M. numero 227 del 18 agosto 2009, presenta le condizioni di “commercialità” e di residenza previste dal suddetto articolo 87 per l'applicazione del regime di *participation exemption*, secondo cui, in ipotesi di vendita, le eventuali plusvalenze sono detassate nella misura del 95% del loro ammontare e corrispondentemente le eventuali minusvalenze risultano integralmente indeducibili.

<sup>(10)</sup> In applicazione dell'articolo 89 del TUIR, per i percettori soggetti *LAS-adopter*, i dividendi ricevuti, relativi a partecipazioni iscritte in portafogli diversi di quelli detenuti per la negoziazione, risultano ordinariamente detassati al 95%, e questo a condizione che, come nella fattispecie, la società che distribuisce tali dividendi non risulti fiscalmente residente o localizzata in stati o territori qualificabili come a regime fiscale privilegiato ai sensi dell'articolo 167, comma 4, del TUIR; diversamente laddove le partecipazioni venissero classificate nel bilancio quali titoli “*detenuti per la negoziazione*” i relativi dividendi assumerebbero piena rilevanza fiscale in applicazione dell'articolo 89, comma 2-bis, del TUIR.

emissione di complessive massime numero 17.647.058 nuove azioni ordinarie BF, da assegnarsi a taluni investitori). Tale tabella è stata predisposta alla luce delle risultanze del libro soci, integrate dalle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'articolo 120 del TUF e dalle informazioni pubblicamente disponibili alla data della presente Relazione.

A fini di completezza si evidenzia che, in caso di perfezionamento dell'Aumento di Capitale in Natura, saranno emesse complessivamente numero 3.921.569 azioni ordinarie BF, da assegnarsi alla Conferente. Pertanto, la partecipazione detenuta dalla Conferente sarà pari complessivamente al 2,5% del capitale sociale come risultante a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura (nonché al 2,25% del capitale sociale di BF come risultante a seguito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e dell'Aumento di Capitale in Denaro).

Per maggiori informazioni in merito all'Aumento di Capitale in Denaro, si rinvia alla relativa relazione illustrativa degli amministratori predisposta ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile, e 72, comma 1-bis, del Regolamento Emittenti, che sarà messa a disposizione nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile.

Azionista rilevante di BF	% del capitale sociale alla data della presente Relazione	% del capitale sociale come risultante a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura	% del capitale sociale come risultante a seguito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e dell'Aumento di Capitale in Denaro
<b>Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde</b>	<b>23,63%</b>	<b>23,04%</b>	<b>20,71%</b>
<b>CDP Equity S.p.A.</b>	<b>21,49%</b>	<b>20,95%</b>	<b>18,83%</b>
<b>Dompè Holdings S.r.l.</b>	<b>11,82%</b>	<b>11,52%</b>	<b>10,35%</b>
<b>Aurelia S.r.l. (totale)</b>	<b>6,00%</b>	<b>5,85%</b>	<b>5,26%</b>
di cui:			
- direttamente	4,50%	4,39%	3,94%
- indirettamente (attraverso Autosped G S.p.A.)	1,50%	1,46%	1,32%
<b>Federico Vecchioni (totale)</b>	<b>5,01%</b>	<b>7,39%</b>	<b>6,64%</b>
di cui:			
- direttamente	1,99%	1,94%	1,75%
- indirettamente (attraverso Elfe S.r.l. e Arum S.p.A.)	3,02%	2,95%	2,64%
- indirettamente (attraverso la Conferente) (*)	-	2,50%	2,25%
<b>Altri azionisti (**)</b>	<b>32,05%</b>	<b>31,25%</b>	<b>38,21%</b>

(\*) Alla data della presente Relazione, sono soci della Conferente: (i) il dottor Federico Vecchioni, titolare di una quota di nominali Euro 2.296.300,00 (rappresentativa del 71,09% del capitale sociale); (ii) Agricoltura & Turismo S.r.l., titolare di una quota di nominali Euro 900.000,00 (rappresentativa del 27,86% del capitale sociale); (iii) OCRIM – Società per l'Industria Meccanica S.p.A., titolare di una quota di nominali Euro 30.000,00 (rappresentativa dello 0,93% del capitale sociale); (iv) Fiorella Lenzi, titolare di una quota di nominali Euro 2.000,00 (rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale); e (v) Elisabetta Pasinato, titolare di una

quota di nominali Euro 2.000,00 (rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale).

(\*\*) La categoria “*altri azionisti*” ricomprende, su base aggregata, le partecipazioni di tutti gli azionisti di BF che, alla data della presente Relazione, non sono titolari di una partecipazione rilevante ai sensi dell’articolo 120 del TUF (*i.e.* non superiore al 5% del capitale sociale votante di BF, in considerazione dello *status* di PMI della Società).

### **VIII.2 Compagine azionaria dell’eventuale soggetto controllante ai sensi dell’articolo 93 del TUF a seguito dell’Aumento di Capitale in Natura**

Per quanto a conoscenza della Società, alla data della presente Relazione nessun soggetto controlla BF ai sensi dell’articolo 93 del TUF.

Si rappresenta, inoltre, che l’esecuzione dell’Aumento di Capitale in Natura non ha effetti sul controllo della Società.

### **VIII.3 Effetti dell’Aumento di Capitale in Natura sugli eventuali patti parasociali rilevanti ai sensi dell’articolo 122 del TUF aventi ad oggetto azioni BF**

Per quanto a conoscenza della Società, alla data della presente Relazione, non risultano essere stati stipulati patti parasociali rilevanti ai sensi dell’articolo 122 del TUF aventi a oggetto azioni BF.

Si rappresenta, inoltre, che l’Accordo Quadro non contiene pattuizioni parasociali rilevanti ai sensi dell’articolo 122 del TUF.

## **IX. MODIFICAZIONI DELLO STATUTO**

Nel caso in cui l’Assemblea degli azionisti di BF approvi l’Aumento di Capitale in Natura, saranno apportate al testo dell’articolo 4 dello Statuto le conseguenti modificazioni di seguito indicate, evidenziando in carattere grassetto le parole di nuovo inserimento.

<b>Testo vigente</b>	<b>Testo proposto</b>
Articolo 4 – Capitale sociale ed azioni	Articolo 4 – Capitale sociale ed azioni
Il capitale sociale è di Euro 152.692.456 rappresentato da numero 152.692.456 azioni, senza indicazione di valore nominale, tutte con identici diritti.	Il capitale sociale è di Euro 152.692.456 rappresentato da numero 152.692.456 azioni, senza indicazione di valore nominale, tutte con identici diritti.
È consentita, nei modi e nelle forme di legge, l’assegnazione di utili e/o di riserve di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della Società o di società controllate, mediante l’emissione di azioni ai sensi del primo comma dell’Articolo 2349 Cod. Civ.	È consentita, nei modi e nelle forme di legge, l’assegnazione di utili e/o di riserve di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della Società o di società controllate, mediante l’emissione di azioni ai sensi del primo comma dell’Articolo 2349 Cod. Civ.
Agli Amministratori è data facoltà per cinque anni dal 19 dicembre 2017, e così sino al 19 dicembre 2022, di aumentare gratuitamente, in via scindibile e anche in più tranche, il capitale sociale a servizio dell’attuazione del piano di incentivazione di lungo termine denominato “LTIP 2017-2019” per un importo di nominali massimi Euro 459.167,00 (da imputare interamente a capitale) con emissione di massime numero 459.167 nuove	Agli Amministratori è data facoltà per cinque anni dal 19 dicembre 2017, e così sino al 19 dicembre 2022, di aumentare gratuitamente, in via scindibile e anche in più tranche, il capitale sociale a servizio dell’attuazione del piano di incentivazione di lungo termine denominato “LTIP 2017-2019” per un importo di nominali massimi Euro 459.167,00 (da imputare interamente a capitale) con emissione di massime numero 459.167 nuove

<p>azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, mediante assegnazione di corrispondente importo massimo di utili o di riserve da utili quali risultanti dall'ultimo bilancio di volta in volta approvato, ai sensi dell'Articolo 2349 Cod. Civ., nei termini, alle condizioni e secondo le modalità previsti dal piano medesimo.</p>	<p>azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, mediante assegnazione di corrispondente importo massimo di utili o di riserve da utili quali risultanti dall'ultimo bilancio di volta in volta approvato, ai sensi dell'Articolo 2349 Cod. Civ., nei termini, alle condizioni e secondo le modalità previsti dal piano medesimo.</p> <p><b>L'Assemblea degli azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2019 di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, Cod. Civ., in via inscindibile, per un ammontare complessivo di Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2020, con emissione di numero 3.921.569 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l., di una partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l., società a responsabilità limitata il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla conferente, con sede in a Massa Marittima (Grosseto), località il Cicalino, capitale sociale 10.000,00 i.v., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Grosseto, codice fiscale e partita IVA 01650370537.</b></p>
--	---

Le modificazioni allo Statuto sopra evidenziate non comportano il diritto di recesso in capo agli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione in quanto non ricorre alcuno dei casi contemplati dall'articolo 2437 del Codice Civile o di altre disposizioni di legge o regolamentare vigenti e applicabili.

**X. DELIBERAZIONE PROPOSTA ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI BF, IN SEDE STRAORDINARIA**

*“L'Assemblea degli azionisti di B.F. S.p.A., in sede straordinaria,*

- *esaminata la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, redatta ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, e dell'articolo 70 del Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera numero 11971 del 14 maggio 1999, in conformità all'allegato 3A, schemi numero 2 e 3, al predetto regolamento pubblicata ai sensi di legge;*
- *preso atto del parere di congruità del prezzo di emissione, predisposto dalla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'articolo 158 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, numero 58 e pubblicato ai sensi di legge;*



- esaminata la relazione di stima redatta dall'esperto indipendente professor Andrea Nasini, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lettera b), del Codice Civile e preso altresì atto che dalla relazione di stima risulta che il valore della partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l. oggetto del Conferimento (come infra definito) è almeno pari all'importo complessivo dell'Aumento di Capitale in Natura (come infra definito);

*d e l i b e r a*

- (1) di aumentare il capitale sociale di B.F. S.p.A. a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in via inscindibile, per un ammontare complessivo di Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2020, con emissione di numero 3.921.569 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale – aventi godimento regolare, che attribuiranno ai rispettivi titolari i medesimi diritti e obblighi delle azioni ordinarie di B.F. S.p.A. attualmente in circolazione e che saranno quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. – a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo (l'“**Aumento di Capitale in Natura**”) da liberarsi mediante conferimento, in favore di B.F. S.p.A. e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l., di una partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l., società a responsabilità limitata il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla conferente, con sede in Massa Marittima (Grosseto), località il Cicalino, numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Grosseto, codice fiscale e partita IVA 01650370537 (il “**Conferimento**”);
- (2) di inserire all'articolo 4, ultimo capoverso, dello statuto sociale il seguente nuovo capoverso con riferimento all'Aumento di Capitale in Natura: “L'Assemblea degli azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2019 di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, per un ammontare complessivo di Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2020, con emissione di numero 3.921.569 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l., di una partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l., società a responsabilità limitata il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla conferente, con sede in Massa Marittima (Grosseto), località il Cicalino, capitale sociale 10.000,00 i.v., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Grosseto, codice fiscale e partita IVA 01650370537.”;
- (3) di conferire mandato al Consiglio di Amministrazione e per esso al proprio Presidente per provvedere a quanto necessario per l'attuazione delle deliberazioni dell'Assemblea degli azionisti di B.F. S.p.A., in sede straordinaria, ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo, i seguenti poteri: (a) predisporre e presentare qualsiasi documento, nonché espletare qualsiasi formalità (anche pubblicitaria), necessaria, prodromica, strumentale, connessa, conseguente, utile od opportuna per assicurare una pronta esecuzione, in generale, delle precedenti deliberazioni e, in particolare, per l'esecuzione (una volta intervenuto il Conferimento NewCo) dell'Aumento di Capitale in Natura, dell'ammissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura alla quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., dell'atto di Conferimento, di ogni inerente patto, clausola e dichiarazione, nonché ogni successivo atto o dichiarazione che dovessero risultare opportuni al fine dell'esatta ricognizione di quanto conferito; (b) emettere le

*nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura, in regime di dematerializzazione ai sensi di legge e di statuto, fermo comunque restando che esse, ai sensi dell'articolo 2343-quater, terzo e quarto comma, del Codice Civile, rimarranno inalienabili e dovranno restare depositate, nei modi previsti dall'attuale regime di dematerializzazione, presso la società emittente sino all'iscrizione nel Registro delle Imprese della attestazione di avvenuta sottoscrizione, ai sensi dell'articolo 2444 del Codice Civile, unitamente alla dichiarazione di conferma ai sensi dell'articolo 2343-quater, terzo comma, del Codice Civile; (c) predisporre e presentare alle autorità competenti e presso Borsa Italiana S.p.A. ogni domanda, istanza, documento ed espletare qualsiasi altra formalità necessaria senza esclusioni o limitazioni; (d) apportare qualsiasi modifica non sostanziale allo statuto sociale e/o alle deliberazioni dell'Assemblea degli azionisti di B.F. S.p.A., in sede straordinaria, necessarie o opportune per l'iscrizione nel Registro delle Imprese e/o in relazione a richieste delle autorità competenti.*

\*

Milano, 13 novembre 2019

Per il Consiglio di Amministrazione,

il Presidente

(Rossella Locatelli)

## **RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO, E SESTO COMMA DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98**

### **Agli Azionisti di B.F. S.p.A.**

#### **1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società B.F. S.p.A. (nel seguito "BF" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 13 novembre 2019 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori", "Relazione Illustrativa" o "Relazione"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di BF da perfezionarsi mediante emissione di n. 3.921.569 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 1 ciascuna, da riservare alla Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l. (di seguito "Cicalino" o "Conferente") ai sensi del quarto comma, primo periodo dell'art. 2441 del Codice Civile (di seguito l'"Aumento di Capitale in Natura").

La proposta del suddetto aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata per il giorno 20 dicembre 2019.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di BF si è avvalso dell'attività di supporto dei Professori Silvano Corbella e Gabriele Villa, in qualità di *advisor* esterni (di seguito, gli "Advisors"). Gli *Advisors* hanno provveduto ad emettere, in data 4 novembre 2019, una *fairness opinion* finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale sociale di BF, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione. In data 12 novembre 2019 gli *Advisors* hanno provveduto ad emettere una lettera di aggiornamento della sopracitata *fairness opinion* al fine di tenere conto dei corsi di borsa del titolo BF più prossimi alla data di approvazione della Relazione del Consiglio di Amministrazione, in quanto riferiti alla data dell'8 di novembre.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di BF.

#### **2. SINTESI DELL'OPERAZIONE**

Ancona Bari Bergamo Bologna Brescia Cagliari Firenze Genova Milano Napoli Padova Parma Roma Torino Treviso Udine Verona

Sede Legale: Via Tortona, 25 - 20144 Milano | Capitale Sociale: Euro 10.328.220.00 i.v.

Codice Fiscale/Registro delle Imprese Milano n. 03049560166 - R.E.A. Milano n. 172039 | Partita IVA IT 03049560166

Il nome Deloitte si riferisce a una o più delle seguenti entità: Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una società inglese a responsabilità limitata ("DTTL"), le member firm aderenti al suo network e le entità a esse correlate. DTTL e ciascuna delle sue member firm sono entità giuridicamente separate e indipendenti tra loro. DTTL (denominata anche "Deloitte Global") non fornisce servizi ai clienti. Si invita a leggere l'informativa completa relativa alla descrizione della struttura legale di Deloitte Touche Tohmatsu Limited e delle sue member firm all'indirizzo [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about).

© Deloitte & Touche S.p.A.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, in data 13 novembre 2019, BF e la Conferente hanno sottoscritto – previa approvazione del Consiglio di Amministrazione di BF sulla base, *inter alia*, del motivato parere favorevole del Comitato competente in materia di operazioni con parti correlate di BF (il “Comitato OPC”) – un accordo quadro per disciplinare le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della prospettata operazione volta all’integrazione, all’interno del perimetro del gruppo BF, di un ramo d’azienda di cui si dirà nel prosieguo, nonché la tempistica, le condizioni e le modalità di esecuzione della stessa (l’“Accordo Quadro”). Ai sensi dell’Accordo Quadro, in particolare, è previsto che la Conferente:

- (i) esegua un conferimento ai sensi dell’articolo 2465 del Codice Civile, in favore della società interamente controllata Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l. (di seguito “NewCo”), avente ad oggetto il compendio aziendale (di seguito l’“Azienda”) costituito da:
- sei fabbricati e poderi di proprietà, siti nel comune di Massa Marittima (Grosseto) e trasformati in strutture ricettive, attraverso i quali viene svolta l’attività agrituristica secondo la logica di “albergo diffuso”;
  - 308,3 ettari di terreni agricoli e boschivi di proprietà, con annessi fabbricati rustici, siti nel comune di Massa Marittima (Grosseto), attraverso i quali viene svolta l’attività agricola e, in particolare, la produzione olivicola;
  - alcuni contratti di finanziamento;
  - alcuni marchi registrati (connessi alla produzione di olio extra-vergine d’oliva); nonché
  - alcuni accordi commerciali per la fornitura di prodotti olivicoli alla grande distribuzione e altri relativi all’attività agrituristica.

L’Azienda dovrà essere composta dai soli beni e rapporti giuridici strumentali allo svolgimento dell’attività agrituristica e/o agricola, con conseguente *carve-out* degli *asset* non strumentali allo svolgimento dell’attività agrituristica e/o agricola e, pertanto, privi di interesse per BF.

- (ii) Conferisca in BF la partecipazione rappresentativa dell’intero capitale sociale di NewCo a liberazione dell’Aumento di Capitale in Natura. Del pari, BF è tenuta, ai sensi dell’Accordo Quadro, a far sì che l’Assemblea degli azionisti di BF sia convocata, in sede straordinaria, per deliberare sull’Aumento di Capitale in Natura.

Dal momento che la Conferente risulta controllata, ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2359 primo comma, numero 1, del Codice Civile, dall’Amministratore Delegato di BF, Dottor Federico Vecchioni, la Conferente è parte correlata di BF, e, pertanto, l’Aumento di Capitale in Natura, il conferimento in BF della partecipazione in NewCo (il “Conferimento”) e la sottoscrizione dell’Accordo Quadro si qualificano quali operazioni tra parti correlate ai sensi dell’Allegato 1 al “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate” adottato dalla CONSOB con delibera numero 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato (il “Regolamento OPC”) e della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società. Secondo quanto riportato dagli Amministratori, nonostante l’Aumento di Capitale in Natura, il Conferimento di NewCo in BF e la sottoscrizione dell’Accordo Quadro non superino gli indici di rilevanza di cui all’Allegato 3 del Regolamento OPC, la Società ha ritenuto in via volontaria di applicare i presidi e le regole previste per le “operazioni tra parti correlate di maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento OPC. Ciò ha comportato, *inter alia*, che il Comitato OPC abbia conferito un incarico ad un proprio *advisor* indipendente, Prof. Enrico Laghi, per valutare la congruità dei termini e condizioni dell’operazione, e che, tenuto conto delle risultanze valutative emerse dalla *fairness opinion* emessa dal proprio *advisor*, il Comitato OPC abbia rilasciato motivato parere favorevole sull’interesse di BF circa la sottoscrizione dell’Accordo Quadro e l’Aumento di Capitale in Natura liberato tramite il Conferimento in BF della partecipazione in NewCo.

### **3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE**

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l’informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell’art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile,

in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né dei beni oggetto di conferimento, che rimane oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile effettuata dal Professor Andrea Nasini. Inoltre è stata commissionata alla società EY Advisory S.p.A. l'effettuazione di una *fairness opinion* in relazione all'azienda oggetto del conferimento.

#### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- bozza e versione finale della Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2019 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2019 che ha approvato la Relazione Illustrativa;
- statuto della Società;
- *fairness opinion* sulla congruità dal punto di vista finanziario del prezzo di emissione unitario delle azioni ordinarie di BF a servizio dell'aumento di capitale avente ad oggetto n. 3.921.569 azioni ordinarie di BF S.p.A. rilasciata dagli Advisors in data 4 novembre 2019;
- lettera di conferma rilasciata dagli Advisors in data 12 novembre 2019, in merito al giudizio di congruità da loro espresso, al fine di aggiornare i dati di sintesi utilizzati nella *fairness opinion* ad una data più prossima a quella del Consiglio di Amministrazione che ha approvato la Relazione Illustrativa;
- documentazione di dettaglio relativa ai criteri e alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni BF per l'operazione in esame;
- bilancio di esercizio e consolidato di BF al 31 dicembre 2018, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 1 aprile 2019;
- bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2019 di BF, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 20 settembre 2019;
- Bozza e versione definitiva dell'Accordo Quadro sottoscritto in data 13 novembre 2019 da Cicalino e B.F. S.p.A.;
- Motivato parere favorevole del Comitato OPC rilasciato in data 28 ottobre 2019 e *fairness opinion* dell'advisor indipendente incaricato di supportare il Comitato OPC, Prof. Enrico Laghi;

- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì fatto utilizzo di ulteriori informazioni pubblicamente disponibili ovvero reperibili mediante l'accesso a data provider specializzati:

- andamento dei prezzi di mercato delle azioni BF registrate nel mercato MTA della borsa nell'orizzonte temporale considerato dagli Amministratori, ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri (fonte: S&P Capital IQ).

Ai soli fini informativi abbiamo inoltre ottenuto la Perizia sulla valutazione dell'Azienda Oggetto di Conferimento effettuata dal perito nominato dal Conferente, prof. Andrea Nasini e la fairness opinion emessa da EY Advisory S.p.A. relativa all'Azienda Oggetto di Conferimento.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 20 novembre 2019, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di BF, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## **5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"*.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, facendo proprie le argomentazioni e le conclusioni a cui sono pervenuti gli Advisors, hanno ritenuto di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, le seguenti metodologie valutative:

- Metodologia basata sui corsi di Borsa delle azioni di BF ("La quotazione di Borsa di B.F. S.p.A.");
- Metodologia basata sui multipli *Price/Book Value* di BF, utilizzato in raffronto ad un campione di società comparabili ("multiplo P/BV").

Si rileva che gli Amministratori, considerata la mancanza di un aggiornamento del piano economico-finanziario del gruppo BF a data recente, hanno ritenuto di non applicare metodi di valutazione basati sui flussi prospettici, sia di carattere reddituale che finanziario.

Si riporta di seguito la descrizione delle suddette metodologie valutative adottate dagli Amministratori e richiamate nel paragrafo 4 della loro Relazione ai fini dell'illustrazione del processo seguito per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni BF.

### **La quotazione di Borsa di B.F. S.p.A.**

Il metodo delle quotazioni di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto. Il prezzo di Borsa infatti sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società ed al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia si definisce un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato del capitale economico di un'azienda.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione.

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, gli Amministratori riportano che fino ad agosto 2019 la quotazione di Borsa delle azioni di BF si è sempre attestata nell'intorno di 2,5 euro per azione, e solo nei mesi a partire da agosto 2019 il prezzo del titolo è cresciuto progressivamente.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, gli Amministratori hanno considerato le quotazioni di Borsa delle azioni BF calcolate su orizzonti temporali differenziati (1, 3, 6 e 12 mesi), muovendo a ritroso dal 25 ottobre 2019, e riportato altresì un aggiornamento dell'analisi all'8 novembre 2019. Le medie sono state ponderate per il volume degli scambi intervenuti in corrispondenza del singolo prezzo quotato nel corso della giornata di Borsa, al fine di mitigare gli effetti relativi ai ridotti volumi scambiati del titolo di BF, addivenendo ai seguenti risultati:

	Quotazione azione BF 25 ottobre 2019	Quotazione azione BF 8 novembre 2019
Quotazione spot	3,20	3,18
Media ponderata 1 mese	3,18	3,17
Media ponderata 3 mesi	3,03	3,07
Media ponderata 6 mesi	2,69	2,73
Media ponderata 12 mesi	2,66	2,70

Gli Amministratori riportano di aver ritenuto significativo, come primo riferimento valutativo utile a determinare un congruo prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie, l'orizzonte temporale di sei mesi avuto riguardo di prassi e normativa italiana, ed in particolare al disposto normativo di cui all'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai sensi del quale la determinazione del prezzo delle azioni emesse al servizio di un aumento di capitale sociale con esclusione (o limitazione) del diritto di opzione (come è l'Aumento di Capitale in Natura) deve essere fatta *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*. Gli Amministratori riferiscono altresì di aver tenuto conto di quanto previsto dalla disciplina del diritto di recesso (articolo 2437-ter, terzo comma, del Codice Civile), seppur non applicabile alla fattispecie in esame, che pure assume a riferimento un orizzonte di sei mesi ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati.

Tutto quanto sopra premesso, gli Amministratori hanno adottato come primo riferimento utile alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni il valore medio semestrale determinato nei modi sopra definiti e pari ad Euro 2,69 per azione al 25 ottobre 2019, aggiornato poi a 2,73 Euro per azione con data di riferimento 8 novembre 2019 come sopra riportato.

Gli Amministratori, successivamente, rilevano che le nuove azioni da assegnare alla Conferente ed oggetto di emissione, ai sensi di quanto disciplinato dall'Accordo Quadro, si caratterizzeranno per la presenza di un vincolo di intrasferibilità, seppur temporaneo, che le rende "diverse" dalle altre azioni ordinarie di BF in circolazione e che, per un periodo di tempo determinato pari a ventiquattro mesi ("clausola di lock-up"), ne impedisce il trasferimento rendendole illiquide. In altri termini, le nuove azioni a giudizio degli Amministratori sono assimilabili a *"restricted shares"*, differenti, avuto riguardo al profilo della negoziabilità, rispetto alle azioni quotate sul mercato azionario.

La clausola di *lock-up*, in particolare, giustifica a giudizio degli Amministratori il fatto che il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si posizioni a un livello inferiore rispetto al dato espresso dalla quotazione di Borsa, e ciò in ragione di uno sconto per temporanea mancanza di negoziabilità.

Quanto appena esposto, come riportano gli Amministratori e gli *Advisors* nella propria *fairness opinion*, trova riferimenti in autorevole dottrina sia a livello nazionale (cfr. PIV, paragrafo IV.3), là dove si recita che *"nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soci"*, che internazionale (cfr. Damodaran, Finnerty, McConaughy), nei cui studi citati dagli *Advisors* si riportano valori di sconto per temporanea mancanza di negoziabilità delle azioni in un *range* tra il 20% ed il 40%.

Premesso quanto sopra, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il valore di emissione delle nuove azioni di BF pari ad Euro 2,55 per azione. Si segnala che tale valorizzazione implica uno sconto pari a circa il 5,2% rispetto al dato medio ponderato semestrale rilevato con data di riferimento 25 ottobre 2019, e pari al 6,6% con riferimento al dato aggiornato con data di riferimento 8 novembre 2019.

### **Multiplo P/BV**

I multipli di mercato rappresentano una metodologia di valutazione fondata sulla relazione tra il prezzo di mercato di un titolo rappresentativo di una quota di capitale di una società ed un indicatore di valore ritenuto rilevante.

Nel caso di specie, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno applicare il multiplo *Price/Book Value* (P/BV), il quale rappresenta il rapporto tra il valore della capitalizzazione di mercato di un'azienda e il valore del patrimonio netto contabile dell'azienda stessa, risultante dal bilancio.

Il multiplo P/BV, che, come sopra riportato, sintetizza il rapporto tra valore per azione di mercato nell'orizzonte temporale di riferimento ed il valore per azione espressivo del patrimonio netto contabile, è stato dagli Amministratori ritenuto idoneo ad esprimere, seppur nell'economia di un *business* in profonda evoluzione, la persistente valenza patrimoniale degli *asset* detenuti da BF (*in primis*, i terreni agricoli). Multipli alternativi, ancorati a misure di *performance* operative, non sono stati ritenuti in grado, dagli Amministratori, di intercettare con la medesima efficacia il valore della dimensione patrimoniale del *business*. Gli Amministratori ritengono che l'adozione del multiplo P/BV sia altresì coerente con il disposto normativo di cui all'art. 2441, comma 6 c.c., dove si stabilisce, come sopra già menzionato, che il prezzo di emissione debba essere determinato *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*.

Gli Amministratori hanno determinato il multiplo P/BV sulla base del prezzo di Borsa medio semestrale ponderato per i volumi delle azioni di BF non vincolate, pari a 2,69 Euro per azione facendo riferimento alla data del 25 ottobre 2019, in 1,11x, mentre quello associato al prezzo di emissione identificato (2,55 Euro per azione) risulta pari a 1,05x.

Ai fini di verifica del valore di emissione delle nuove azioni pari ad Euro 2,55, gli Amministratori hanno confrontato il multiplo P/BV di BF rispettivamente con: i) il multiplo P/BV di NewCo, rapportando il valore di conferimento di NewCo ed il patrimonio netto contabile del ramo trasferito; ii) il multiplo P/BV di un panel di società comparabili, come *infra* definite.

Il confronto tra il multiplo P/BV di NewCo e il multiplo P/BV di BF è stato effettuato dagli Amministratori al fine di verificare la coerenza tra la determinazione del valore della Partecipazione NewCo e del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Il multiplo P/BV implicito nel valore della Partecipazione NewCo oggetto di conferimento è risultato pari a 0,90x: a giudizio degli Amministratori, il fatto che il multiplo di BF si posizioni su livelli più



elevati risulta a tutela degli azionisti e del mercato perché a multipli più elevati corrisponde un minor numero di azioni emesse a servizio del conferimento.

Sempre con finalità di verifica del valore di emissione delle nuove azioni pari ad Euro 2,55, gli Amministratori hanno confrontato il multiplo P/BV di BF con quello medio e mediano risultante da due campioni di società comparabili di BF, rispettivamente definiti "Campione Ristretto" e "Campione Allargato", operanti nel settore agricolo su mercati internazionali, e, per tipologia di business svolto, ritenute comparabili di BF. I differenti perimetri tra Campione Ristretto ed Allargato derivano del fatto che i comparabili presenti nel Campione Ristretto sono società che risultavano già comprese in analoghe analisi, svolte in occasione dell'ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario delle azioni ordinarie di BF e dell'offerta pubblica di sottoscrizione finalizzata allo scambio di azioni ordinarie di BF con azioni di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola e riportate nel relativo prospetto informativo, mentre le ulteriori società incluse nel Campione Allargato derivano da un aggiornamento di tale analisi di ricerca di comparabili quotati di BF sui mercati internazionali attraverso l'utilizzo del database Bloomberg.

Le società comparabili quotate considerate nei due campioni sono rispettivamente:

- Campione Ristretto: Adecoagro S.A., ForFarmers N.V., Alico Inc., Wynnstay Group P.L.C., Archer-Daniels-Midland Co., GrainCorp Ltd.;
- Campione Allargato: le società presenti nel Campione Ristretto, a cui si aggiungono FirstFarms A/S, Camellia P.L.C., AgroGeneration.

Con riferimento al Campione Ristretto, il multiplo P/BV medio è risultato pari a 1,04x, mentre quello mediano a 1,06x.

Con riferimento invece al Campione Allargato, il multiplo P/BV medio è risultato pari a 0,92x, mentre quello mediano a 0,89x.

Visto quanto sopra riportato, gli Amministratori, rilevando una sostanziale coerenza tra, da un lato, il multiplo P/BV determinato sia con riferimento al prezzo medio ponderato semestrale di Borsa che con il prezzo identificato ai fini dell'emissione delle nuove azioni, e dall'altro il multiplo P/BV implicito nei valori patrimoniali e di mercato di NewCo oltre che nei valori medi e mediani dei due *panel di comparables* considerati, hanno ritenuto ragionevole identificare come prezzo unitario di emissione il valore di 2,55 Euro per azione.

## 6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCOstrate DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione vengono indicate le difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla determinazione del prezzo di emissione, di cui al precedente paragrafo. In particolare:

- i. difficoltà nell'identificazione di *comparables* adeguati per BF, in termini di profilo dimensionale, localizzazione geografica e gamma di attività svolte. Le società prese in considerazione sono di norma di maggiori dimensioni, attive a livello mondiale e, a differenza di BF, operano esclusivamente nel settore agricolo e non (anche) in quello agro-industriale e del ciclo del seme, determinando di conseguenza che la comparabilità ricercata non può che essere parziale. Tale limite, a giudizio degli Amministratori, è sostanzialmente intrinseco nel metodo dei multipli che fa leva sui dati di mercato;
- ii. la mancanza di un piano economico-finanziario aggiornato del Gruppo BF rende più difficoltoso esprimere il valore fondamentale della Società;
- iii. l'elevata volatilità del titolo BF registrata nell'ultimo periodo complica la "lettura" delle quotazioni di borsa ai fini di stimare il valore normale di mercato della Società;
- iv. infine, dal momento che non sono stati pubblicati *analyst report* in data recente a copertura del titolo di BF, si precisa che non è stato utilizzato come metodo di controllo il metodo del *cd. target price*.

## **7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE**

Gli Amministratori, facendo proprie le valutazioni degli *Advisors*, hanno ritenuto di determinare in Euro 2,55 per azione il valore unitario delle azioni di BF di nuova emissione.

## **8. LAVORO SVOLTO**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolte le seguenti principali attività:

- esaminato la documentazione riportata al precedente punto 4;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 13 novembre 2019;
- svolto la lettura critica della Relazione dagli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con gli *Advisors*, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di BF nei sei mesi precedenti la data della Relazione;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni BF in molteplici orizzonti temporali precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di uno, tre, sei e dodici mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;
- svolto un'analisi circa l'esistenza ed i livelli medi di sconto applicati nel mercato italiano negli ultimi tre anni in occasione di aumenti di capitale senza diritto di opzione al fine di effettuare una comparazione dello sconto applicato dagli Amministratori di BF. Dall'analisi effettuata è stato identificato nell'ultimo triennio nel mercato italiano un panel di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione (fonte: S&P CIQ) che, sebbene effettuati a fronte di aumenti liberati in denaro ai sensi dell'art. 2441 quinto comma del Codice Civile, risultano ad ogni modo comparabili per dimensione dei deals (inferiore ai Euro 50 milioni), rispetto all'aumento di capitale in esame;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato l'andamento delle quotazioni delle azioni BF fino alla data della Relazione degli Amministratori;

- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento della valutazione ed agli altri elementi presi in considerazione.

## **9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate e il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del suddetto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli *Advisors* e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione:

- gli Amministratori hanno provveduto ad individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale facendo riferimento alle quotazioni di borsa del titolo BF ed al multiplo P/BV, che si riferisce al rapporto tra quotazioni di borsa e patrimonio netto della società oggetto di valutazione;
- le quotazioni di borsa rappresentano un parametro di indiscusso rilievo per la valutazione di società quotate, come risulta dal sesto comma dell'art. 2441 c.c. Il criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione è, inoltre, comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale;
- I metodi di mercato rientrano, quindi, tra i metodi utilizzati nella prassi per fattispecie analoghe, in ragione della significatività del valore riconosciuto dal mercato all'impresa oggetto di valutazione. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tali metodi dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni;
- Con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni nel periodo definito, gli Amministratori, tenendo conto delle prassi e della dottrina in materia, hanno deciso di utilizzare una media ponderata in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tenuto conto delle caratteristiche del titolo BF, anche tale scelta degli Amministratori appare ragionevole;
- La scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, dunque, consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata, oltre che coerente con le caratteristiche del titolo BF;
- La più autorevole dottrina in ambito valutativo (i Principi Italiani di Valutazione 2015, nel seguito "PIV") contempla la rilevanza di clausole inerenti vincoli di trasferibilità – cfr. clausola di lock-up della durata di ventiquattro mesi - nella determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, ed in particolare ciò trova riscontro nei PIV, là dove recitano che *"nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soci"*.

- Anche la prassi prevede la possibilità di utilizzo di sconti o di premi nell'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, in ragione, ad esempio, della struttura dell'operazione, del contesto specifico nel quale versa l'emittente, ovvero in ragione dell'andamento contingente dei corsi di borsa. A tale riguardo, l'analisi da noi effettuata con riferimento a recenti aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione avvenuti nel mercato italiano, sebbene riferiti ad aumenti di capitale da liberare in denaro ai sensi del quinto comma dell'art 2441 codice civile, evidenzia che lo sconto applicato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni di BF risulta sostanzialmente in linea con quelli applicati nelle operazioni effettuate a sconto rispetto al valore del corso di borsa.
- Inoltre, l'orizzonte di medio periodo sul cui valore gli Amministratori hanno calcolato lo sconto con riferimento al corso di borsa di BF appare coerente con la presenza di un impegno di *lock-up* avente orizzonte tale da impedire di realizzare i correnti picchi di quotazione;
- Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni gli Amministratori hanno applicato oltretutto il metodo delle quotazioni di borsa anche il metodo dei multipli. L'adozione di due metodi di valutazione implica che possa considerarsi svolta, da parte di entrambi i suddetti metodi, sia la funzione di metodo principale che di controllo, risultando dunque nella sostanza soddisfatto il requisito di adozione di un metodo di controllo, in linea con la miglior prassi e tecnica professionale;
- L'adozione da parte degli Amministratori di un valore compreso in ogni caso in un *range* determinato sulla base di criteri basati sulle evidenze di mercato e sulle grandezze patrimoniali, attraverso l'applicazione del metodo del multiplo P/BV, della Società risulta coerente sia con le caratteristiche insite nella valutazione del capitale economico di BF, sia con l'andamento dei corsi di Borsa;
- Gli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative. In particolare, stante la situazione di continua evoluzione del business riportata dagli stessi Amministratori, la mancanza di un piano economico-finanziario aggiornato dagli Amministratori a data recente e l'assenza di un'adeguata copertura del titolo da parte di analisti finanziari non ha reso possibile per gli Amministratori l'effettuazione di una valutazione attendibile basata sulle grandezze di business della Società. La scelta degli Amministratori di non utilizzare metodologie fondamentali appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria;
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, nonché l'analisi dell'accuratezza dell'applicazione delle metodologie adottate dagli Amministratori, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

## **10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

Le difficoltà incontrate dagli Amministratori descritte nel precedente paragrafo 6 hanno configurato anche dei limiti ai fini dello svolgimento del nostro incarico. In aggiunta si segnala quanto segue:

- le valutazioni basate sui corsi di borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad archi temporali di diversa ampiezza, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che

internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

- nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni, oggetto del presente parere, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, metodologie valutative diverse da criteri di mercato (pur facendo riferimento alla dotazione patrimoniale della Società, mediante l'adozione del multiplo P/BV). Nel caso specifico, gli Amministratori non hanno ritenuto applicabili metodologie diverse da quelle di mercato in considerazione, come già evidenziato, della mancata disponibilità di un piano economico-finanziario aggiornato a data recente. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni alla base di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. La non applicabilità di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo rispetto ai risultati ottenuti con i metodi di mercato, ha costituito un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico;
- gli sconti rispetto alle quotazioni di Borsa utilizzati dagli Amministratori sono risultati coerenti con gli sconti applicati a tali riferimenti di valore in recenti operazioni similari. Si segnala tuttavia che tali operazioni sono state effettuate con finalità non necessariamente coincidenti con quelle in oggetto, fornendo pertanto un riferimento solo limitatamente comparabile al prezzo determinato nella fattispecie dagli Amministratori.

Si evidenziano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:

- l'Aumento di Capitale in Natura, come anticipato, si inserisce nella più ampia operazione meglio descritta al precedente par. 2. In particolare, l'operazione strutturata dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Società delle nuove azioni attraverso un Aumento di Capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, a fronte del conferimento in natura della Partecipazione in NewCo. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione, con particolare riferimento all'Aumento di Capitale, comporta, come ricordato nella Relazione, da un lato, (i) l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF; nonché, dall'altro lato, (ii) la stima da parte del Perito del valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento ai sensi degli articoli 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile. Oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni descritti al paragrafo 3 della Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri;
- conseguentemente, nell'esaminare i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Partecipazione Oggetto di Conferimento. Il valore della Partecipazione Oggetto di Conferimento è, come anticipato, esclusivamente oggetto delle valutazioni effettuate dal diverso soggetto incaricato quale Perito ai sensi degli articoli 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile, richiamate dagli Amministratori al par. 3 della loro Relazione;
- gli Amministratori riferiscono che l'operazione è stata trattata, su base volontaria, come operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Pertanto, il Consiglio di Amministrazione ha approvato l'Operazione previo motivato parere favorevole del Comitato OPC, datato 28 ottobre 2019, sull'interesse di BF al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale

dei relativi termini e condizioni, con il supporto della fairness opinion emessa dall'advisor Prof. Laghi in data 28 ottobre 2019. In data 13 novembre 2019 BF ha provveduto a pubblicare il relativo Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC, comprensivo del parere del Comitato OPC e della fairness opinion del Prof. Laghi, richiamati al precedente paragrafo 4. Non rientrano ovviamente nell'oggetto del nostro parere considerazioni in ordine all'interesse della Società all'effettuazione dell'operazione, oltre che alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni;

- esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa.

## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a 2,55 Euro, delle 3.921.569 nuove azioni di BF S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



**Francesco Masetti**

Socio

Bologna, 20 novembre 2019